

UBS House View

Year Ahead 2016



Chief Investment Office WM
Décembre 2015

Chères lectrices,
Chers lecteurs,

Bienvenue dans
UBS House View: Year Ahead 2016.

Dans cette édition et la publication *Years Ahead* qui l'accompagne, notre équipe présente ses opinions pour 2016 et au-delà.

L'année 2015 a été riche en rebondissements, de la suppression du taux plancher du franc suisse jusqu'à la crise grecque en passant par la volatilité des marchés des actions au troisième trimestre. Nous sommes confrontés à un monde en pleine transition, que ce soit au niveau des moteurs de la croissance de la Chine et des marchés émergents, des structures politiques en Europe ou de l'avenir de l'intervention monétaire au niveau mondial. Dans un tel monde, il faut s'attendre à de nouvelles surprises. Aussi, à l'heure où nos regards se tournent vers 2016,

souhaitons-nous nous montrer aussi ouverts et réfléchis que possible dans notre analyse de l'avenir.

Cette année, nous proposons également une version numérique plus complète que jamais : ubs.com/houseview regroupe tout le contenu lié à notre édition *Year Ahead 2016*, accessible à partir de plusieurs plates-formes, dont les téléphones mobiles et les tablettes. Nous avons également introduit la fonction « My House View » qui vous permet de comparer votre portefeuille à l'*UBS House View* et de trouver, dans notre contenu complet sur les investissements, les éléments les plus pertinents pour vous.

Nous espérons que notre nouvelle offre numérique vous sera utile et que ce numéro d'*UBS House View: Year Ahead 2016* vous aidera à gérer avec succès votre portefeuille dans ce « monde en transition ».



Jürg Zeltner
President
UBS Wealth Management



Mark Haefele
Global Chief Investment Officer
UBS Wealth Management



My House View

Nous choisissons les analyses et les informations les plus pertinentes pour votre portefeuille.
Ces lectures ont été sélectionnées pour vous.

Vous trouverez désormais un filtre interactif pour comparer votre portefeuille à l'UBS House View et afficher les informations d'investissement les plus utiles. **Une information adaptée à vos besoins.**

Voir ubs.com/myhouseview pour en savoir plus.



Impressum

UBS House View: Year Ahead 2016

Ce rapport a été établi par UBS SA, UBS Switzerland AG et UBS Financial Services Inc. («UBS FS»).

Editor-in-chief Kiran Ganesh

Gestion de projet Joscelin Tosoni

Design Rodrigo Jiménez

Layout Rodrigo Jiménez Linda Sutter

Mise en page Margrit Oppliger

Illustrations Rodrigo Jiménez

Couverture et Art 3D Katlego Phatlane

Photos Gian Marco Castelberg, Zurich Vernon Leow, Vital Images Singapore George Stilabower, New York

Images gettyimages.com istockphoto.com

Clôture de rédaction 24 novembre 2015

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

Traduction CLS Communication

Contact ubs-cio-wm@ubs.com www.ubs.com

Commande et abonnement

En tant que client UBS, vous pouvez vous abonner à la version imprimée de l'*UBS House View : Year Ahead* par le biais de votre conseiller à la clientèle ou de la Printed & Branded Products mailbox : sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com

L'abonnement électronique est aussi possible sur la plateforme e-banking d'UBS, sous l'onglet Investment Views.

SAP-No. 84536F-1501

06	Un monde en transition	30	Actions
		30	Monde
		32	Etats-Unis
12	Point sur 2015 et projections pour l'avenir	33	Zone euro
		34	Marchés émergents
		35	Japon
14	Six questions pour 2016	36	Royaume-Uni
		37	Suisse
		38	Asie-Pacifique
21	Perspectives économiques	39	Obligations
23	Etats-Unis	44	Placements alternatifs
23	Europe		
23	Asie-Pacifique	47	Monnaies
24	Marchés émergents	50	Matières premières
24	Suisse	52	Immobilier
25	Convertir les prévisions en investissements	54	Appendice
28	Positionnement tactique mondial		

Un monde en transition



Mark Haefele
Global Chief Investment Officer

En 2015, les principaux marchés des actions des pays développés ont progressé de 20%, puis plongé de 20% avant de repartir à la hausse. Comment avez-vous affronté ces turbulences ? Dans un tel contexte, même certains gérants de fonds parmi les plus respectés du monde ont affiché des performances nettement négatives.

Pratiquement chaque mois a apporté son lot de « surprises »

Plusieurs événements que nous n'avions pas prévus dans le cadre de notre scénario de base pour 2015 se sont produits :

- La Banque nationale suisse a renoncé au taux plancher de 1,20 CHF pour un EUR.
- Le nombre d'obligations souveraines de la zone euro affichant des rendements négatifs s'est nettement accru.
- Le second trimestre a été marqué par un phénomène rapide de ventes massives sur le marché obligataire.
- La bulle des actions chinoises a continué de gonfler...jusqu'à éclater.
- La Grèce a failli sortir de la zone euro.
- La Chine s'est brusquement orientée vers un flottement libre du yuan.
- La volatilité a atteint ses niveaux les plus élevés depuis 2008.
- Nombreux étaient ceux qui pensaient que le ralentissement de la croissance chinoise échappait à tout contrôle.
- Les monnaies des marchés émergents ont subi des ventes importantes.
- Le marché pétrolier n'est toujours pas assaini.
- La Fed a invoqué les inquiétudes sur la croissance mondiale pour ne pas modifier ses taux d'intérêt.

Cela dit, à l'heure où nous écrivons, la plupart de nos modèles de portefeuilles sont en territoire positif depuis le début de l'année, la plupart affichant même une performance conforme à nos hypothèses à long terme sur le marché des capitaux.

Assurer sur les points importants

Les surprises ne peuvent être évitées et c'est là que réside tout l'art et la technique de construction d'un portefeuille solide. Tout d'abord, un portefeuille solide suppose de ne pas se tromper sur les points les plus importants : l'allocation stratégique des actifs et la gestion des risques.

Cela exige notamment de respecter les règles suivantes :

Accepter l'inattendu. Début 2015, la décision de la Banque nationale suisse de renoncer au plancher du franc suisse face à l'euro ne correspondait pas à nos prévisions : nous sous-pondérions le franc suisse. Toutefois, l'impact de cette décision sur le portefeuille a été atténué grâce à l'application de notre principe consistant à limiter le volume des positions tactiques. De plus, notre décision stratégique de couvrir les portefeuilles contre les risques de change a permis de limiter la volatilité pour les investisseurs suisses.

Rester fidèles à vos principes d'investissement. Au cours du mois d'août, la performance relativement timide des obligations de haute qualité a été frustrante sur fond de plongeon des marchés des actions. Si nous sous-pondérons les obligations de haute qualité, celles-ci ont néanmoins toujours un rôle de diversification au sein de nos portefeuilles stratégiques. Le principe de diversification a de nouveau fait ses preuves en soutenant la performance à partir de septembre.

Un monde en transition

Selon moi, l'un des phénomènes les plus intéressants pour 2016 est celui des transitions. Les Etats-Unis s'apprêtent ainsi à sortir d'une période de taux zéro/inflation zéro et Barack Obama cèdera son poste de président.

La constitutionnalité de la politique d'assouplissement quantitatif étant établie, l'Europe poursuit, quant à elle, sa transition en tant que bloc politique et économique, une transition portuse de bien des nouveaux défis.

Pour sa part, la Chine est en train de passer d'une économie basée sur la production manufacturière à une économie tirée par la consommation et d'un marché dirigé par l'Etat vers un marché libre. Ces deux éléments créeront des incertitudes quant à sa trajectoire de croissance et aux perspectives de flux de capitaux. D'autres marchés émergents devront aussi opérer une transition pour faire évoluer leurs moteurs de croissance et subiront certainement des pressions suite au relèvement des taux américains.

Nous abordons l'année avec un positionnement reposant sur plusieurs hypothèses :

- La croissance mondiale enregistrera une accélération modeste en 2016.
- Le pic cyclique pour les actifs risqués n'a pas été atteint en 2015.
- La Chine peut subir un ralentissement rapide tout en évitant un atterrissage brutal.
- Le plancher pourrait bientôt être touché pour les marchés émergents et les matières premières.
- L'inflation sera de retour, mais sans effet destructeur.

- Les élections provoqueront des drames, mais moins de tragédies en 2016.

Nos principales positions tactiques pour l'année à venir comprennent une surpondération des actions par rapport aux obligations de haute qualité,

une préférence régionale pour les actions de la zone euro et du Japon, et une surpondération des obligations à haut rendement en EUR et du crédit américain de qualité investment grade.

Je vous souhaite une année pleine de succès.

2015

Avec le recul



Raison

- **Dollar américain contre euro:** La Banque centrale européenne a étendu son programme d'assouplissement, poussant l'EUR vers ses plus bas de la décennie
- **Livre britannique contre dollar australien :** La GBP a continué de s'apprécier en 2015 tandis que l'AUD a souffert de la faiblesse de la demande chinoise de matières premières.
- **Surpondération des actions :** La surpondération des actions a parfois semblé peu judicieuse mais, à l'heure où nous écrivons, il s'avère que nous avons raison puisque les actions internationales sont en hausse de 2%.



Tort

- **La surexposition aux actions suisses** s'est révélée néfaste, l'appréciation soudaine du franc suisse ayant assombri les perspectives pour les entreprises exportatrices.
- **La sous-pondération du franc suisse** était malvenue étant donné la décision de la Banque nationale suisse de ne plus empêcher l'appréciation du franc suisse.
- **La surpondération des obligations à haut rendement américaines** n'a pas eu l'effet escompté compte tenu des inquiétudes quant à la santé financière des sociétés de forage pétrolier aux Etats-Unis.

2016

Hausses ou baisses ?



Hausse

Actions
Croissance mondiale
Inflation
Taux d'intérêt américains
Pétrole



Baisse

Emprunts d'Etat
Taux d'intérêt en zone euro



Fluctuant

Dollar US
Euro



Inchangé

Volatilité

Etats-Unis



Mike Ryan

*Chief Investment Strategist
Wealth Management Americas*

Les investisseurs américains restés fidèles aux classes d'actifs traditionnelles s'en sont mieux sortis ces dernières années. En effet, en 2013 et 2014, un portefeuille standard composé de respectivement 60% et 40% d'actions et d'obligations américaines a fait largement mieux qu'un portefeuille comprenant des actifs de diversification comme les actions internationales, le crédit, les matières premières ou les placements alternatifs. Nous nous attendions à ce que cela change en 2015 et, dans une certaine mesure, cela a bien été le cas.

Il est vrai que les rendements ont été médiocres. L'ajout d'actions internationales couvertes contre le risque de change aurait certes permis d'améliorer les rendements globaux du portefeuille, mais pas suffisamment pour les porter au niveau de nos estimations à long terme.

Heureusement, l'incidence des fortes fluctuations des monnaies ou des prix des matières premières s'atténue peu à peu, et nous pensons que le dollar et les prix des matières premières feront preuve d'une plus grande stabilité en 2016. Aux Etats-Unis, nous mettons l'accent sur les secteurs exposés à la croissance économique actuelle, portés généralement par une dynamique bénéficiaire favorable et/ou présentant des valorisations attrayantes. Nous continuons par ailleurs de préférer les petites capitalisations aux grandes et aux moyennes.

Sur le segment du revenu fixe, nous privilégions toujours les obligations d'entreprise américaines de qualité investment grade. Les obligations investment grade présentent des spreads plus importants qu'ils ne l'ont été depuis plusieurs années et intègrent donc déjà les risques inhérents au cycle du crédit. La classe d'actifs demeure un moyen important de diversifier les portefeuilles durant des périodes de volatilité accrue et de ventes massives des actifs risqués.

En 2015, les marchés ont fait montre de mesquinerie, n'offrant aucune formule magique pour battre les indices de référence. Nous sommes optimistes pour l'année à venir, mais les investisseurs ne devront pas avoir d'attentes de rendement trop ambitieuses. Ils devront en outre faire preuve d'une tolérance accrue à la volatilité et continuer à se montrer sélectifs.

Europe



Themis Themistocleous

Head of European Investment Office

Les investisseurs européens ont à nouveau connu une année mémorable en 2015, mais pas nécessairement pour les bonnes raisons. La volatilité, l'incertitude et la tourmente politique ont compliqué le contexte des placements.

Les investisseurs européens adeptes des placements locaux ont probablement été ravis de la reprise du premier trimestre, mais cette orientation vers le marché national s'est révélée néfaste aux troisième et quatrième trimestres. La menace d'un Grexit s'est traduite par une forte vague de ventes. Les craintes liées à la Chine ont fait replonger les marchés du vieux continent, illustrant la nécessité de se préparer à l'imprévu et de diversifier ses investissements, aussi bien entre les régions qu'entre les classes d'actifs.

En ce qui concerne 2016, nombre des clients avec qui je m'entretiens possèdent encore d'abondantes liquidités dans des portefeuilles qui ont peut-être été marqués par la volatilité de 2015. Mais l'expérience de 2015 – et l'envolée d'environ 15% des actions européennes – nous a appris à prendre position et à rester investis. Les vastes positions en liquidités se sont révélées onéreuses et le resteront probablement en 2016.

Nous pensons que les actifs à risque continueront de surperformer en 2016. Nous apprécions l'Europe pour sa reprise économique, pour la disposition de la BCE à assouplir les conditions monétaires en cas de besoin et pour les évaluations attrayantes de classes d'actifs telles que les actions et les obligations à haut rendement.

Les actions de la zone euro devraient continuer de profiter de la reprise économique européenne, de la faiblesse de l'euro et du gearing opérationnel, d'autant plus que le potentiel haussier est important étant donné que les bénéfices commencent à se redresser de leur plancher cyclique. De même, les émetteurs à haut rendement pourraient surfer sur la vague de la reprise et bénéficier du faible coût de l'emprunt.

Des risques persistent cependant. Le redémarrage économique mondial est fragile et les soubresauts politiques en Europe – le Grexit, le Brexit ou autres – demeurent possibles, de telle sorte que les investisseurs devront rester vigilants et diversifiés.

Asie-Pacifique



Min Lan Tan

Head of APAC Investment Office

Pour les investisseurs asiatiques, les marchés des actions ont commencé 2015 sur une embellie, ce qui a limité les sorties de capitaux. La bulle des actions a alors éclaté en Chine et le pays a modifié son régime de change. Effrayés, les investisseurs ont redouté une réédition de 1997, avec le recul des monnaies et le durcissement des conditions financières au niveau régional, mais cette vague a été surmontée.

La croissance de l'Asie devrait fléchir en 2016. Sur fond de capacités excédentaires persistantes et de cycle du crédit mature, on observe des signes limités de tensions au niveau des marchés régionaux du crédit et des comptes extérieurs. Les taux directeurs régionaux peuvent encore reculer, et le bas niveau des prix des matières premières ainsi que les excédents de capacité devraient limiter l'inflation. La transition de la Chine du secteur manufacturier vers celui des services devrait se poursuivre et profiter aux segments de l'Internet, des assurances, de la santé et du tourisme.

La liquidité nationale abondante et l'intensification du soutien politique pourraient empêcher un atterrissage brutal de la Chine et contribuer au sentiment régional, malgré le tour de vis imminent de la Réserve fédérale et la fermeté du dollar américain. La prudence nous semble donc de mise à l'égard de monnaies de pays du sud de l'Asie, comme la Malaisie et l'Indonésie. Si une hausse des cours pétroliers pourrait doper les perspectives de la Malaisie, une augmentation progressive limitera les anticipations inflationnistes à la région.

Le sud de l'Asie est exposé plus particulièrement au ralentissement du crédit, mais nous sommes d'avis que la politique expansionniste amortira la déflation graduelle du cycle du crédit. Nous sommes également optimistes en ce qui concerne la dynamique des réformes régionales, en particulier à Singapour, en Inde et en Chine ; si les évaluations en Inde reflètent cette situation, la Chine et Singapour le font dans une mesure moins marquée.

Les actions asiatiques pourraient reprendre le chemin de la hausse, étant donné l'amélioration des flux de trésorerie et la reprise séquentielle des bénéficiaires, sous l'effet de la meilleure maîtrise du capital et de la hausse des rendements des actifs. Cela est de bon augure pour le crédit asiatique, bien qu'il faille s'attendre à des performances plus limitées que celles des actions.

Marchés émergents



Jorge Mariscal

Head of EM Investment Office

Malgré une bonne performance en avril, les investisseurs positionnés sur les marchés émergents ont connu une autre année décevante. Les craintes d'un ralentissement économique en Chine et la faiblesse des prix des matières premières ont entraîné de mauvais résultats. Les faux pas politiques de pays tels que le Brésil et la Russie ont aggravé le sort des investisseurs. Les actions, monnaies et emprunts d'Etat en monnaies locales des marchés émergents ont généré de mauvaises performances, même si les investisseurs qui détiennent des emprunts d'entreprise et emprunts d'Etat en monnaies fortes ont pu en atténuer les conséquences.

Au début du quatrième trimestre, les actifs des marchés émergents ont fortement rebondi. Parmi les catalyseurs, la Chine donne des signes de stabilisation, les indicateurs avancés s'améliorent dans plusieurs pays émergents, la Fed a différé la hausse de son taux directeur, et l'Europe et le Japon maintiennent des approches monétaires accommodantes. Le faible niveau des valorisations et le sentiment très négatif à l'égard des marchés émergents, reflété par le positionnement limité des investisseurs institutionnels, laissent peut-être présager un rebond des marchés.

Les investisseurs doivent faire preuve de patience. Ils devront surveiller la Chine, vu ses liens avec les autres marchés émergents et son impact sur les matières premières. Un ralentissement limité et contrôlé de l'économie chinoise calmerait ceux qui redoutent une chute rapide du yuan, risque dont la réalisation serait lourde de conséquences pour les monnaies des marchés émergents. Par ailleurs, si l'abondance des liquidités soutient les marchés émergents, le faible niveau des taux d'intérêt au niveau mondial dissimule peut-être des menaces insidieuses pour la croissance mondiale.

Néanmoins, même si ceux qui croient en l'avenir des marchés émergents doivent encore attendre pour pavoiser, nous conseillons une approche plus équilibrée, avec un positionnement neutre plutôt qu'une sous-pondération des actions des marchés émergents dans les portefeuilles internationaux.

Aujourd'hui peut-être plus que jamais, nous remarquons l'hétérogénéité des marchés émergents. Comme le montre l'évolution des obligations libellées en monnaies fortes en 2015, les investisseurs qui adoptent une approche diversifiée des marchés émergents en termes d'actifs et géographiques peuvent améliorer leurs rendements en 2016.



Daniel Kalt

Head of Swiss Investment Office

Lorsque la Banque nationale suisse (BNS) a abandonné le taux plancher du CHF face à l'EUR le 15 janvier 2015, de nombreux investisseurs suisses ont appris dans la douleur qu'une forte préférence pour le marché domestique pouvait nuire à un portefeuille d'investissements. Le marché suisse des actions a perdu 14% dans les deux jours qui ont suivi, alors que les actions américaines et européennes ont poursuivi leur hausse. Il aurait été plus sage de détenir un portefeuille bien diversifié au niveau mondial, mais couvert face au risque de change, ce qui nous semble essentiel pour la réussite à long terme de toute gestion de portefeuille.

Le second défi est venu des taux négatifs, qu'il s'agisse du marché monétaire ou des rendements obligataires. Lorsque la BNS a ramené les taux Libor à trois mois à $-0,75\%$, l'intégralité de la courbe des rendements des emprunts d'Etat de référence en CHF, jusqu'à dix ans d'échéance et même au-delà, est passée en territoire négatif. Les investisseurs obligataires prudents risquent d'être confrontés à cet environnement de rendements minimes, voire négatifs, pendant un certain temps, la BCE continuant de comprimer les taux par le biais de son programme d'assouplissement quantitatif.

Quelles sont donc les alternatives pour les investisseurs suisses ? Si leur tolérance au risque le permet, nous conseillons toujours une allocation partielle aux actions, largement diversifiée au niveau mondial. Nous prévoyons une croissance décente des bénéfiques, sur fond de poursuite de la reprise économique en Europe et aux Etats-Unis, et le ralentissement de la croissance sur les marchés émergents devrait céder la place à une ré-accelération progressive. Parmi les actions suisses, nous privilégions le segment des moyennes capitalisations, vu la solidité de leurs bilans et leur excellente croissance organique. Nous mettons également l'accent sur les actions suisses qui versent des dividendes et recèlent un potentiel de distributions non soumises à l'impôt sur le revenu. Les classes d'actifs alternatifs offrent également une opportunité d'éviter des rendements obligataires négatifs. Les hedge funds, en particulier, sont une source de rendements dont la fiabilité a été démontrée, et présentent de bonnes caractéristiques de diversification du portefeuille.

Dans la mesure où 2016 devrait être une année difficile elle aussi, nous conseillons aux investisseurs suisses, notamment, de considérer les avantages offerts par un portefeuille diversifié au niveau mondial et couvert face au risque de change.



Simon Smiles

Head of UHNW & Alternatives

Les investisseurs très fortunés (UHNW) bénéficient de plusieurs avantages par rapport aux autres catégories d'investisseurs : ils peuvent tolérer le manque de liquidité, procéder à des allocations d'actifs au niveau mondial et ne sont pas soumis aux contraintes réglementaires qui s'imposent aux gestionnaires professionnels. Ces avantages ont créé des opportunités d'investissement en 2015, et l'année 2016 s'annonce similaire.

Les banques centrales ont maintenu leurs taux à de faibles niveaux en 2015. La tolérance des investisseurs très fortunés face à l'absence de liquidité leur a été utile une nouvelle fois : ils ont généré des rendements supplémentaires en investissant dans des prêts senior américains et européens, et en récoltant les primes d'illiquidité encore plus importantes offertes par les actifs non cotés.

Les investisseurs UHNW ont également utilisé à bon escient leur mandat d'investissement sans contrainte géographique au niveau mondial en 2015. Les opérations de couverture croisée entre marchés actions en sont un exemple. Lorsque d'importants flux d'émissions de produits structurés en Asie ont provoqué des distorsions sur les marchés des options sur actions, certains investisseurs UHNW non contraints ont tiré parti de la situation en couvrant leurs portefeuilles mondiaux au moyen de puts relativement bon marché sur les marchés des actions asiatiques. Pendant la baisse du marché au second semestre 2015, ces investisseurs UHNW ont réalisé des gains importants.

Selon nous, les investisseurs UHNW vont continuer de bénéficier d'avantages en termes d'investissements par rapport à leurs équivalents professionnels et aux investisseurs individuels en 2016. Les institutions financières sont soumises dans leur majorité à des contraintes réglementaires plus strictes en termes de prise de risque, ce qui génère des primes de risque élevées que les investisseurs UHNW peuvent encaisser en faisant preuve de souplesse. D'autres opportunités s'offrent aux investisseurs UHNW lorsque la divergence des politiques des banques centrales crée de la volatilité sur les marchés financiers, déclenchant chez les investisseurs professionnels des réactions d'aversion au risque dans une optique de préservation de leur carrière. Enfin, les investissements à long terme dans le domaine de l'oncologie, où la science avance dans la recherche des traitements contre le cancer, représentent une opportunité supplémentaire bien adaptée aux investisseurs très fortunés.



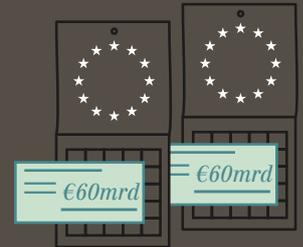
2015



Janvier

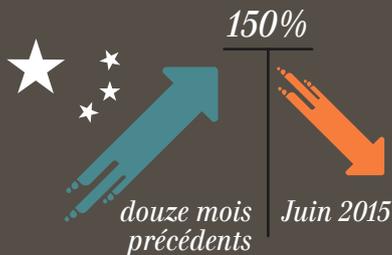
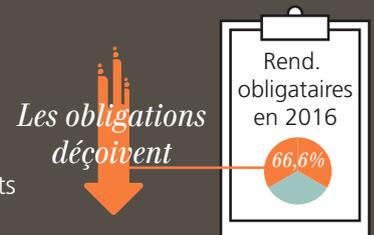
La Banque nationale suisse abandonne sa politique de taux plancher du franc suisse face à l'euro.

La Banque centrale européenne annonce un programme d'assouplissement quantitatif de 60 milliards d'euros par mois – l'euro tombe à son cours le plus bas depuis plus de dix ans.



Avril

Les marchés obligataires dévissent fortement en prévision d'une augmentation des taux d'intérêt américains et face à des signes d'accélération de la croissance dans la zone euro. Notre enquête n'est guère optimiste pour 2016, deux tiers des participants prévoyant des rendements obligataires décevants.



Juin

Après avoir généré un rendement de près de 150% sur les douze mois précédents, le marché chinois des actions plafonne. Il est en baisse d'un tiers depuis lors.



Juillet

Le terme « Grexit » entre dans le langage courant.



Août

La Chine laisse le yuan perdre 3% de sa valeur, faisant redouter une guerre des monnaies.



Troisième trimestre

Les actions internationales affichent leur perte trimestrielle la plus importante depuis 2011. En réaction, la Fed décide de ne pas modifier ses taux d'intérêt.

Actions au 3T



Septembre/Octobre

La crise des migrants menace la cohésion européenne.

Novembre

Une série d'attentats soulève la question de la sécurité mondiale.



2016



Février

Année du singe en Chine. Les participants à notre enquête ne partagent pas l'optimisme prêté aux personnes nées pendant les années du singe : plus de 60% d'entre eux anticipent une croissance inférieure à 6%.

Un tiers des membres de notre Industry Leaders Network pensent qu'un atterrissage brutal de l'économie chinoise aurait un impact important, voire très important ; un tiers prévoient un impact limité, voire nul.



*Incidence élevée
ou très élevée*

*Incidence faible
ou nulle.*



Mars

Pâques représente la résurrection dans le calendrier chrétien. Après quatre années de baisse, les participants à notre enquête prévoient une renaissance des matières premières : cette classe d'actifs est considérée comme la plus à même de surprendre favorablement en 2016.



Juin

L'attention se tourne vers la France à l'occasion du championnat d'Europe de football. 44% des sondés prévoient une victoire de l'Allemagne. 6% parient en faveur de l'Angleterre.

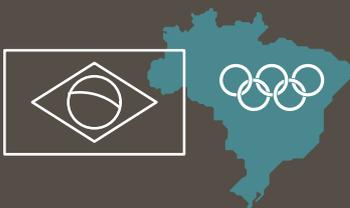


Allemagne

44%

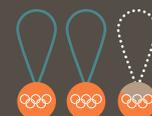
Angleterre

6%



Juillet

Nous prévoyons une récession au Brésil en 2016, mais l'année restera probablement dans les annales comme celle des premiers Jeux olympiques dans le pays. 75% des participants à notre enquête voient une troisième médaille d'or consécutive pour Usain Bolt sur 100 mètres.



Usain Bolt

75%



Octobre

Mois redouté par les investisseurs en actions, qui se rappellent les crashes d'octobre 1929, 1987 et 2008. Près des deux tiers des personnes interrogées pensent que le risque le plus élevé en 2016 se situe sur les marchés émergents.



*Marchés
émergents*



*Hillary
Clinton*

60%

Novembre

Plus de 60% des participants à l'enquête pensent qu'Hillary Clinton sera le prochain président des Etats-Unis. Quoiqu'il en soit, 79% des membres de notre Industry Leaders Network considèrent que le résultat de l'élection présidentielle américaine n'aura qu'une incidence limitée sur leurs affaires en 2016, voire aucune.



*Incidence
faible ou
nulle*



Décembre

Selon notre enquête, la majorité de nos clients prévoient un rendement de 0 à 5% pour les portefeuilles équilibrés en 2016.



0-5%



Nous avons interrogé 828 collaborateurs d'UBS pour connaître leurs prévisions pour l'année à venir. Notre Industry Leaders Network est un réseau exclusif de clients d'UBS, entrepreneurs ou leaders dans des secteurs cycliques.

Six questions pour 2016



Pour investir avec succès dans notre Monde en transition, il est important de poser les bonnes questions. Nous tentons ici d'en identifier « six pour 2016 » : six des principales questions dont les réponses pourraient définir l'évolution des marchés financiers en 2016.

Kiran Ganesh, Editor-in-chief
Christopher Swann, cross-asset strategist

1

Le pic cyclique des actifs risqués a-t-il été atteint en 2015 ?

Au fur et à mesure que nous nous rapprochons de 2016, les actions mondiales et le crédit à haut rendement restent inférieurs aux pics qu'ils avaient atteints en 2015. Sommes-nous simplement au milieu d'une correction ou 2015 a-t-il marqué la transition d'un marché haussier à un marché baissier ?

En bref : Non. Nous sommes surexposés aux actions à l'approche de 2016.

Aucun marché haussier ne peut durer éternellement et les craintes que le rebond des actifs à risque observé après la crise ne s'essouffle enfin se sont intensifiées en 2015. La simple durée de la reprise alimente les craintes qu'un repli ne soit déjà « en retard » : l'envolée des actions américaines en est déjà à sa septième année, ce qui en fait la plus longue période de hausse sans interruption par une baisse de plus de 20% depuis la Seconde Guerre mondiale. La confiance a été ébranlée en août et en septembre par les inquiétudes quant à la croissance chinoise même si, selon les données officielles tout du moins, celle-ci correspond aux attentes.

Il est rare qu'une reprise des actifs à risque intervienne sans raison. Et à l'heure actuelle, aucun des catalyseurs traditionnels d'un marché baissier ne semblent présents

Une récession économique ?

Non. La croissance mondiale a déçu les attentes, comme elle l'a fait ces dernières années. Mais la différence a été légère (croissance de 3,1% par rapport aux 3,5% escomptés). Nous misons sur une timide accélération en 2016 à 3,4% contre 3,1% en 2015 sur fond de stabilisation des marchés

émergents (même si le ralentissement chinois se poursuit) et de légères hausses des dépenses des consommateurs dans les grandes économies développées.

Une contraction des bénéfices des entreprises ?

Non. Les bénéfices américains ont temporairement reculé en 2015 face à la vigueur du dollar et aux effets de la faiblesse du pétrole et du gaz sur les sociétés énergétiques. Ces obstacles s'estomperont probablement en 2016 (nous misons sur un affaiblissement du dollar et sur une appréciation des cours du pétrole au fil de l'année) et les dépenses des consommateurs demeurent solides. Nous prévoyons une expansion des bénéfices de 6% à 10%. Ailleurs, l'amélioration de la croissance dans la zone euro et au Japon, associée à une politique monétaire ultra-accommodante, profitera aux bénéfices, tandis qu'une stabilisation de la croissance économique et des prix des matières premières devraient limiter les effets néfastes sur les marchés émergents.

Des relèvements agressifs des taux d'intérêt par les banques centrales ?

Non. La Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre devraient relever leurs taux, mais progressivement seulement. Elles ont toutes deux prouvé en 2015 qu'elles restaient réactives

face aux conditions économiques et même si l'inflation augmentera probablement en 2016, il est peu vraisemblable que les banques centrales réagissent avec agressivité au vu des forces déflationnistes structurelles toujours élevées.

Une bulle des valorisations ?

Non. Le MSCI All Country World Index présente un ratio cours/bénéfices de 16,6, contre une moyenne à long terme de 17,6. Onéreux ? Un peu, mais encore loin des évaluations qui déclenchent généralement une vague de ventes. La valorisation de l'indice a atteint un pic à 30,6 en 2000.

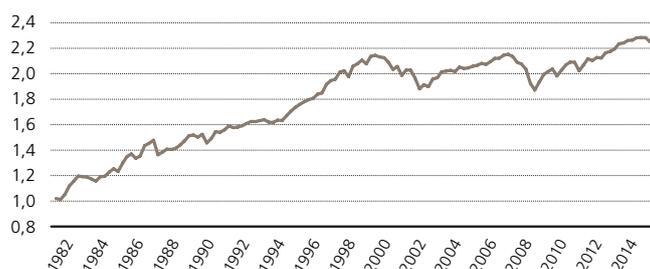
Nous continuerons d'observer les données entrantes de près. Les récessions sont difficiles à prévoir et les bénéfices des entreprises pourraient être exposés à une baisse des marges bénéficiaires, surtout aux Etats-Unis, si la croissance des salaires commence à se redresser. De même, une envolée des prix des matières premières pourrait suffire à forcer la main aux banques centrales. Mais il s'agit plus de risques extrêmes que de prévisions sur lesquelles fonder des décisions de placement.

Conclusion : Nous sommes surexposés aux actions à l'aube de 2016, avec une concentration sur les marchés de la zone euro et du Japon.

Fig. 1

Un long chemin déjà parcouru, mais encore du potentiel

S&P 500, nouvelle base



Source : Bloomberg, UBS, au 13 novembre 2015

2

Quelle est notre position face à la politique monétaire ?

Les politiques monétaires sont en passe de diverger. La Réserve fédérale devrait durcir sa politique, tandis que la BCE et la Banque du Japon sont sur le point de l'assouplir encore davantage.

En bref : Cela dépend. Mais en général, les banques centrales devraient se montrer plutôt accommodantes en 2016.

La publication *Year Ahead* de l'an dernier était intitulée le Monde divergent, en raison, notamment, de nos prévisions selon lesquelles 2015 verrait les politiques monétaires diverger : des taux plus élevés au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, d'un côté, et un assouplissement quantitatif dans la zone euro et au Japon, de l'autre.

Mais les prises de décisions des banques centrales ont été tout sauf prévisibles en 2015. Comment pouvons-nous interpréter plus efficacement leurs positions à l'approche de 2016 ?

Nous devons garder à l'esprit que :

- Les banques centrales s'efforcent d'éviter l'inflation. Depuis la crise financière, le monde a fait face à quatre forces déflationnistes majeures : le désendettement des banques, la suroffre industrielle de la Chine, le recours à de nouvelles techniques d'extraction du pétrole et de nouvelles technologies qui ont amélioré la transparence des prix. Il n'est pas facile de générer de l'inflation face à de telles forces et dans un monde où les niveaux de dette nominale sont élevés, les banques centrales chercheront à s'assurer

qu'une spirale déflationniste ne s'ensuivra pas et fera tout pour l'éviter si elle devient menaçante.

- Les banques centrales ne sont pas tenues d'agir tant que l'inflation des salaires restera faible. Bien que les données économiques soient attrayantes et que le chômage soit faible aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, et même si nous pensons que la Fed et la Banque d'Angleterre relèveront leurs taux d'intérêt respectivement en décembre 2015 et en mai 2016, nous notons qu'aucune des deux ne se sent réellement obligée d'agir tant que l'inflation des salaires restera faible. Sans hausse des salaires, leurs mandats consistant à atteindre les objectifs d'inflation à moyen terme et à maximiser l'emploi peuvent être satisfaits sans modification des taux.
- Les banques centrales n'ont pas à suivre les attentes du marché. Il peut être réconfortant de croire que les banques centrales peuvent être « forcées » d'agir par les marchés, mais l'année 2015 a montré que les dirigeants actuels des banques centrales n'entendaient pas particulièrement se laisser influencer par ceux-ci. La Fed a surpris le consensus en laissant les taux inchangés en septembre, la BCE n'a pas annoncé de nouvelle mesure visant à doper un marché

obligatoire en repli en avril et en mai et la Banque du Japon n'a pas renforcé son programme d'assouplissement, même si l'économie nipponne a déçu les attentes.

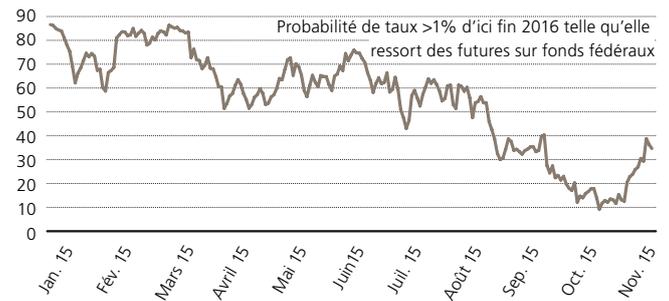
Selon notre scénario de base, la Réserve fédérale relèvera ses taux d'intérêt à 1,25%–1,50% d'ici à fin 2016, la Banque centrale européenne étendra l'assouplissement quantitatif au-delà de son délai prévu de septembre 2016 et la Banque d'Angleterre entamera un durcissement monétaire en mai 2016.

Cela dit, les leçons tirées de 2015 nous incitent à la prudence.

Conclusion : Nous devons nous préparer à une nouvelle année de surprises potentielles de la part des banques centrales et dans un contexte de forces déflationnistes persistantes et de rares signes d'inflation significative des salaires, nous pouvons aussi miser sur une politique plutôt accommodante en cas de doute.

Fig. 2

Le feront-ils ou ne le feront-ils pas ? Le marché est incertain quant à l'intervention des banques centrales



Source : Bloomberg, UBS, au 13 novembre 2015

3

La Chine peut-elle contrôler son ralentissement ?

Notre scénario de base ne mise pas sur une crise désordonnée en Chine, mais celle-ci compte parmi les risques extrêmes potentiels les plus graves pour les marchés financiers en 2016.

En bref : Oui et non. Elle ne peut interrompre un ralentissement, mais devrait éviter les perturbations majeures.

Ne vous y trompez pas ! La Chine a beaucoup de problèmes :

- Son endettement est trop élevé et sa croissance repose trop sur le crédit. Son ratio total crédit/PIB a grimpé à environ 250% en 2015, contre environ 150% en 2008 et nous estimons que quelques 14% du PIB total sont désormais affectés au paiement des intérêts aux créanciers. Alors que la croissance nominale ralentit, le service de la dette est de plus en plus difficile pour les entreprises chinoises, qui font déjà partie des plus surendettées du monde sur la base du ratio dette des entreprises/PIB.
- L'immobilier est en nette suroffre. Pendant le boom immobilier entre 2010 et 2012, la construction a dépassé la demande de nouveaux logements – créant un vaste inventaire de maisons invendues. Si les ventes de logements demeurent solides, cette surabondance diminuera au cours de l'année à venir et les dépenses de construction se redresseront. Dans le cas contraire, les prix immobiliers continueront de reculer, la confiance des consommateurs souffrira et les entreprises de construction connaîtront des déboires financiers. Le secteur financier de la Chine est aussi

fortement exposé au secteur de l'immobilier résidentiel et au développement immobilier.

- La Chine est en surcapacité industrielle grâce à des efforts de stimulation antérieurs à court terme visant à doper la croissance. Aussi existe-t-il trois problèmes majeurs : a) d'importants segments de la base manufacturière ne sont pas rentables et ont besoin de fonds publics croissants pour maintenir leurs opérations, b) l'emploi en Chine est trop fortement lié à ces secteurs non rentables et des reconversions sont donc nécessaires, c) les surcapacités dans les vieux secteurs font de l'ombre aux solutions plus récentes et potentiellement plus efficaces.

Dans ce contexte, il est clair que la Chine doit trouver de nouveaux moteurs de croissance. Le recours aux anciennes méthodes consistant à augmenter le développement immobilier et industriel se soldera uniquement par des dettes de plus en plus importantes. Mais ces vieux secteurs ont besoin d'aide pour s'ajuster : la Chine n'est pas en mesure de subir un chômage de masse et/ou une crise du secteur bancaire.

Aussi inquiétant que cela puisse paraître, nous sommes convaincus que le gouvernement chinois a de bonnes chances de réussir à gérer ce proces-

sus. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance à 6,2% en 2016, contre 6,9% cette année. Mais il convient de noter qu'en dépit des craintes susmentionnées (déjà présentes il y a un an), la croissance a dépassé nos attentes en 2015.

Les autorités chinoises ont l'avantage de disposer d'un système bancaire contrôlé par l'Etat. Dans les économies de marché, les booms des placements sont généralement suivis par une vague de faillites, avec des répercussions sur la confiance des consommateurs, sur le moral des entreprises et sur les normes de prêt en général. La Chine peut soutenir les entreprises en difficulté en leur accordant des prêts bon marché, échelonnant ainsi les faillites d'entreprises et évitant les perturbations.

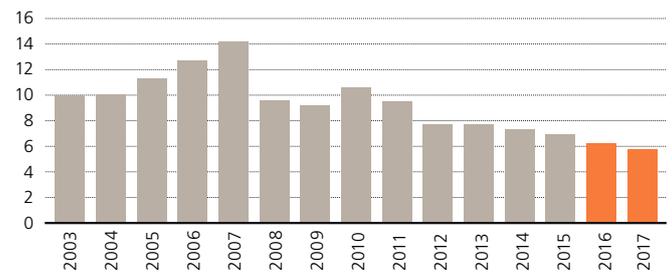
Le gouvernement chinois dispose aussi des ressources nécessaires au soutien du système financier – avec 3500 milliards d'USD de réserves de change et un ratio dette/PIB de 40% seulement. Ainsi le risque d'une contagion à l'image de Lehman Brothers est-il réduit.

Conclusion : Nous pensons que la Chine ralentira, sans toutefois perturber le contexte plus global des actifs à risque. Nous surpondérons les actions en 2016, avons récemment relevé les actions des marchés émergents à neutre et les actions chinoises à surpondéré, dans le contexte d'un portefeuille axé sur l'Asie

Fig. 3

Plus lent, mais c'est tout

PIB chinois: croissance et prévisions de croissance (% en glissement annuel)



Source : UBS, au 13 novembre 2015

4

Les marchés émergents et les matières premières sont-ils proches d'un plancher ?

Après la sous-performance des marchés développés pendant trois ans, et alors que le Brésil et la Russie sont en grave récession, la morosité a ponctuellement dominé les marchés émergents en 2015. Les matières premières sont tombées à des planchers sur plusieurs années. Après la pluie, le beau temps ? 2016 pourrait apporter la réponse à cette question.

En bref : Oui. Mais il est peu probable que la frénésie des marchés émergents fasse son retour.

Les marchés émergents ont perdu beaucoup de leur éclat depuis 2010. Les actions sont restées à la traîne des marchés développés de près de 60% sur cette période et la croissance du PIB a perdu plus de 50%. L'enthousiasme des investisseurs étant retombé et face aux sorties de capitaux des résidents, les marchés émergents devraient constater leurs premières sorties nettes de capitaux depuis 27 ans en 2015, selon l'Institute for International Finance.

Alors que la Chine marque le pas, que les prix des matières premières chutent et que le Brésil et la Russie sont en crise économique, les évaluations des actions des marchés émergents sont proches de leur étiage depuis 2008, tandis que la faiblesse extrême de leurs monnaies en 2015 a nettement profité à leur compétitivité externe. Quant à savoir si 2016 sera réellement l'année d'un revirement, cela dépendra de plusieurs facteurs.

• **La Chine évitera-t-elle un atterrissage brutal ?** Si le gouvernement chinois fait en sorte que le ralentissement soit progressif, la

confiance globale des marchés émergents en profitera. La Chine représente 24% de l'indice MSCI EM. Elle est aussi la principale destinataire des exportations du Brésil et de la Malaisie ainsi que la deuxième cliente des entreprises russes.

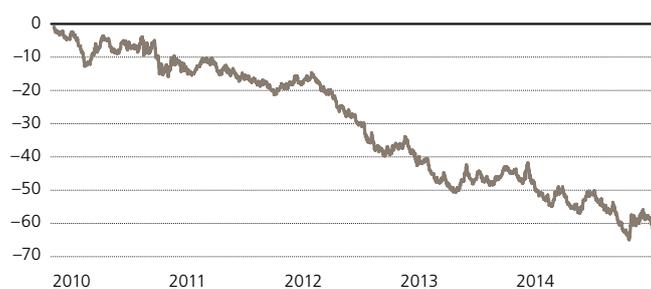
• **Les bénéfiques renoueront-ils avec la croissance ?** Les bénéfiques des entreprises des marchés émergents ont cédé 26% depuis 2011 en dollars et 2% en monnaies locales. Dans les conditions de marché difficiles de ces dernières années, nombre d'entreprises se sont concentrées sur la préservation de leur part de marché plutôt que sur le maintien de leurs bénéfiques ou marges bénéficiaires. Un redressement des bénéfiques et des marges serait une preuve solide que le pire est derrière les investisseurs sur les marchés émergents.

• **La Réserve fédérale procédera-t-elle à un resserrement modéré ?** Une accumulation de dette rapide fragilise les entreprises des marchés émergents plus vulnérables en cas de hausse des taux d'intérêt américains. Le Fonds monétaire international estime que cette charge atteint maintenant 18 000 milliards de dollars, soit quatre fois son niveau de 2004.

Fig. 4

Après la pluie, le beau temps ?

MSCI EM vs MSCI World (nouvelle base)



Source : Bloomberg, UBS, au 13 novembre 2015

• **Les prix des matières premières se stabiliseront-ils ?** Si les plus grands marchés émergents, y compris les importateurs nets tels que la Chine et l'Inde, bénéficient du recul des prix des matières premières, nombre de pays en développement reposent fortement sur les exportations de matières brutes. Le Brésil, la Russie, l'Indonésie et l'Afrique du Sud, entre autres, ont été plombés par le plongeon des prix des matières premières.

Toutes les réponses aux questions ci-dessus confirment notre scénario de base. Nous misons sur un ralentissement, mais pas un atterrissage brutal, en Chine. Nous prévoyons une croissance de 2% à 6% des bénéfiques pour les sociétés des marchés émergents. La Fed restera probablement prudente et nous pensons que les prix des matières premières augmenteront, dans l'ensemble, en 2016. Aussi le pire est-il probablement passé.

Des défis subsistent toutefois, à l'image du besoin de nouveaux moteurs de croissance et de désendettement du secteur privé. Si le pire est probablement passé pour les marchés émergents, nous ne pensons pas que l'optimisme observé à l'égard des pays BRIC – Brésil, Russie, Inde et Chine – dans les années 2000 réapparaîtra.

Conclusion : Nous avons récemment revu à la hausse de sous-pondérée à neutre notre position quant aux actions des marchés émergents, afin de tenir compte de l'amélioration des perspectives.

5

2016 sera-t-elle l'année du retour de l'inflation ?

Qu'il s'agisse du désendettement bancaire, du plongeon des matières premières, de la mutation technologique, de la suroffre, d'une stagnation durable : les raisons possibles de l'absence d'inflation sont multiples. Le fait est qu'aucune inflation n'a été constatée depuis la crise financière en dépit des efforts déployés par les banques centrales. L'inflation augmentera-t-elle en 2016 ?

En bref : Selon toute vraisemblance. Mais cela n'est probablement pas important.

L'hyperinflation que redoutaient certains économistes lorsque les banques centrales ont commencé à faire tourner la planche à billets après la crise financière de 2008 ne s'est pas matérialisée. En revanche, les hausses de prix sont régulièrement restées inférieures aux objectifs officiels ces dernières années. Les trois quarts des 34 pays de l'OCDE affichaient une inflation de 1% ou moins fin 2015. Dix d'entre eux enregistraient même des prix en baisse en août, alors que l'objectif de la plupart des pays développés est de 2%.

Nous pensons que l'année 2016 verra l'inflation se normaliser, surtout au fur et à mesure que les cours pétroliers cesseront de chuter. Aussi le prix du pétrole pèsera-t-il de moins en moins sur les taux en glissement annuel de l'inflation globale des prix à la consommation à compter de janvier 2016. Et si les taux de l'inflation sous-jacente excluent théoriquement l'énergie, les fluctuations soudaines des cours pétroliers peuvent malgré tout avoir une incidence sur presque tous les prix étant donné qu'ils correspondent à un coût d'intrant pour une vaste gamme de biens. L'inflation de-

vrait augmenter au fur et à mesure que l'effet lié à l'énergie s'atténue.

Globalement, nous misons sur une hausse de l'inflation à 1,6% en 2016 (contre 0,2%) aux Etats-Unis et à 1,0% (contre 0,1%) dans la zone euro.

Une modeste hausse de l'inflation serait la bienvenue car elle contribuerait à réduire la menace déflationniste. Mais ce qui affectera le plus les prix des actifs, c'est la réaction des banques centrales. En théorie, les banques centrales devraient réagir à l'appréciation de l'inflation globale en durcissant leurs politiques monétaires. Mais, en réalité, la plupart des décideurs ont tendance à ignorer les effets des variations des coûts de l'énergie, comme ils l'avaient fait lors des précédentes envolées des cours pétroliers en 2011.

Plus qu'une hausse des taux d'inflation dictée par l'énergie, un renchérissement des prix dû à une augmentation des accords salariaux serait plus préoccupant pour les marchés. C'est néanmoins ce qui devrait se passer aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où les taux de chômage sont suffisamment faibles pour que les employés commencent à exiger des hausses salariales. Dans un tel cas, les banques centrales en prendraient note et les

marchés pourraient commencer à se préoccuper de l'évolution des bénéfices des entreprises.

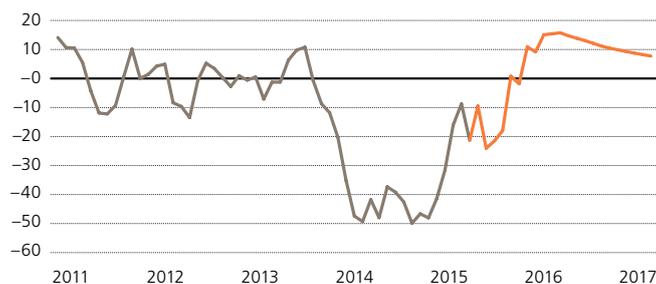
Mais face à l'abondance de travailleurs sous-employés ou à temps partiel capables de rejoindre la main-d'œuvre et alors que le pouvoir de négociation de la main-d'œuvre a diminué par rapport aux capitaux ces dernières années, la perspective d'une spirale salaires/prix significative semble encore lointaine.

Conclusion : Dans l'ensemble, si l'inflation devrait augmenter en 2016, elle sera largement dictée par les prix de l'énergie et ne doit donc pas alarmer.

Fig. 5

Les prix de l'énergie vont commencer à alimenter l'inflation

Evolution des prix du pétrole d'une année sur l'autre, sur la base des prix à terme, en %



Source : Bloomberg, UBS, au 13 novembre 2015

6

La politique affectera-t-elle les marchés en 2016 ?

L'élection présidentielle américaine, le Brexit, une crise des migrants dans l'UE et une crise économique dans les marchés émergents. Les responsables politiques et les élus joueront un rôle essentiel dans notre monde en transition l'an prochain. De mauvaises surprises politiques menaceront-elles la croissance économique en 2016 ?

En bref : Certes, mais nous ne prévoyons pas d'effets durables sur les économies ou les marchés.

Les tensions potentielles viendront probablement :

- **Du terrain perdu par les responsables politiques traditionnels :** les candidats anti-establishment mettent les partis républicain et démocrate à l'épreuve lors des primaires qui précéderont les élections américaines de novembre prochain. En Europe, des partis plus extrêmes ont gagné du terrain en France, en Italie et en Espagne. Ce phénomène pourrait ralentir le rythme des réformes. Un pareil danger est constaté dans les marchés émergents, où la baisse des prix des matières premières a affecté de nombreux systèmes politiques. Les investisseurs seront également à l'affût de tout signe de dégradation de la crise politique du Brésil.
- **Des perturbations causées par le sentiment anti-immigration :** une vague de réfugiés venus du Moyen-Orient a alimenté l'inquiétude politique en Europe. L'engagement de la chancelière allemande Angela Merkel en faveur de l'ouverture des frontières a renforcé la menace de son remplacement. Fin 2015, la Pologne a élu un gouvernement anti-migrants, tandis que la droite poli-

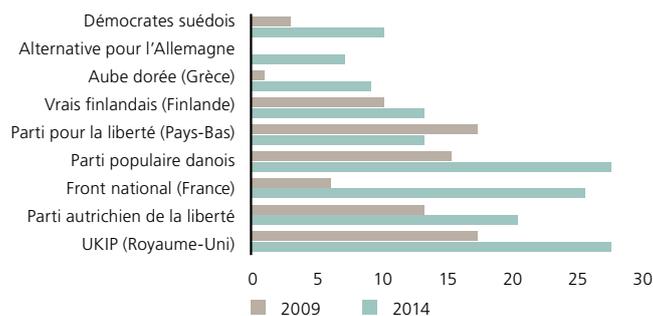
tique a gagné du terrain au Danemark, en Suisse, aux Pays-Bas et en Belgique.

- **Questions sur la sécurité :** après les attentats de Paris en novembre et les signes d'expansion géographique des activités de Daech, la consommation et les dépenses risquent de pâtir de cette situation dans une mesure croissante. La position de l'Occident à l'égard de la Syrie est désormais plus complexe.
- **De l'avancée du Royaume-Uni vers une sortie de l'UE :** l'atmosphère anti-immigrants semble aussi avoir sapé le soutien de l'adhésion britannique à l'Union européenne, qui fera l'objet d'un référendum en 2016 ou en 2017. Le soutien croissant d'une éventuelle sortie pourrait avoir un effet désastreux sur les marchés financiers – sapant la confiance aussi bien à l'égard du Royaume-Uni que de la zone euro. Sans le Royaume-Uni, l'UE serait plus susceptible de s'éloigner des politiques favorables au marché.
- **Des craintes quant à la fin de l'Abenomics :** le Premier ministre Shinzo Abe, grand partisan des réformes, pourrait voir ses efforts réduits à néant lors des élections législatives prévues autour de juillet 2016. Il devra obtenir la majorité à la Chambre haute pour que les ré-

Fig. 6

L'ascension des partis extrémistes

Elections au Parlement européen, pourcentage des voix, en %



Source : Wikipedia, au 13 novembre 2015

formes structurelles qu'il a promises puissent être mises en œuvre. La popularité du gouvernement Abe est tombée en dessous de 40% après l'adoption de lois impopulaires sur la sécurité nationale, cette victoire pourrait lui échapper.

Ces tendances sont indéniablement préoccupantes et perturberont très probablement le marché en 2016, mais nous ne prévoyons pas de troubles majeurs.

Les consommateurs ont fait preuve d'une capacité d'adaptation remarquable face aux menaces terroristes. La campagne des primaires met souvent en lumière les ailes les plus extrémistes de chaque parti, lesquelles risquent toutefois peu de l'emporter face à un centriste lors de l'élection générale. Parallèlement, la classe politique du Royaume-Uni se mobilise en faveur de la poursuite de l'adhésion à l'UE. Et le Premier ministre pro-UE, David Cameron, a l'avantage de pouvoir choisir la date du vote. Enfin, dans les marchés émergents, l'abandon récent du populisme par l'Argentine est un signe encourageant qui montre que les difficultés économiques peuvent aussi pousser les électeurs vers des politiques plus favorables au marché, même si nombre de risques politiques subsistent.

Conclusion : Nous ne pensons pas que la politique exercera un impact prolongé sur le marché. Nous restons globalement confiants à l'égard d'une position favorable au risque.

Perspectives économiques



*Brian Rose, US economist, Wealth Management Americas
Ricardo Garcia, Head of Eurozone Economics
Philip Wyatt, Head of APAC Economics
Jorge Mariscal, Head of EM Investment Office
Daniel Kalt, Chief Economist Switzerland*

Nous misons sur un redémarrage de la croissance en 2016 après un recul en 2015. Mais notre scénario global de monde en transition progressant à un rythme acceptable, mais lent demeure inchangé. Nous pensons qu'il s'agira de la quatrième des cinq dernières années à afficher une croissance de précisément 3,4%.

Croissance dans des endroits inattendus

Alors que l'actualité financière a été dominée par les craintes de « Grexit » et d'« atterrissage brutal de la Chine » cette année, nous notons que les économies aussi bien de la Chine que de la zone euro ont progressé à des rythmes supérieurs aux attentes en 2015.

La Chine a marqué le pas, mais nos prévisions de croissance de 6,8% dans le pays se sont révélées légèrement pessimistes : nous pensons désormais qu'elle finira l'année à +6,9%. Quant à la croissance de la zone euro, il est probable qu'elle dépassera nos projections originales de 1,2% pour s'inscrire à 1,5%.

Les Etats-Unis ont déçu les attentes (2,5% par rapport aux 2,9 attendus), surtout en raison des conditions météorologiques difficiles du premier trimestre. La croissance a correspondu à nos attentes pendant le reste de l'année.

Ailleurs, le Japon a fortement déçu (0,5% face à des prévisions de 1,2%), son économie n'ayant pas réussi à prendre de l'élan après la hausse de la

TVA l'an dernier. L'Inde a, quant à elle, agréablement surpris, la nouvelle méthode de calcul de son PIB rendant toutefois la comparaison difficile. Les plus grandes déceptions sont venues des marchés émergents exportateurs de matières premières. Nos prévisions misant sur une croissance pratiquement nulle en Russie et au Brésil ont fait face à une grave récession dans les deux pays ; la Russie devrait se contracter de 3,7% et le Brésil de 3,0%.

Accélération de la croissance en 2016

Nous prévoyons une accélération de la croissance mondiale en 2016, à 3,4% contre 3,1% en 2015. Notre scénario axé sur une économie mondiale progressant à un rythme acceptable, mais lent demeure néanmoins inchangé. Il pourrait s'agir de la quatrième des cinq dernières années à afficher une croissance de 3,4%. Contrairement à 2015, où les marchés développés ont assumé l'essentiel du fardeau de l'accélération de la croissance, les moteurs de l'expansion devraient être mieux répartis en 2016.

L'année prochaine, nous pensons qu'environ la moitié de l'appréciation de la croissance mondiale viendra des marchés développés, l'autre moitié étant le fait des marchés émergents, surtout en raison de la reprise actuelle de la production en Inde et de la stabilisation de la Russie et du Brésil.

Le ralentissement de la Chine représentera le principal obstacle à la croissance mondiale par rapport à l'année précédente.

Principaux risques menaçant la croissance mondiale

Nous considérons les phénomènes suivants, comme les principaux risques menaçant nos prévisions d'accéléra-

tion de la croissance mondiale en 2016.

- la consommation et les investissements américains souffrent de la hausse des taux d'intérêt ;
- une nouvelle crise politique dans la zone euro affecte la confiance des consommateurs ;
- l'économie japonaise continue de ne pas réagir aux mesures de stimulation ;
- le secteur manufacturier chinois ralentit plus rapidement que prévu, affectant la consommation et entraî-

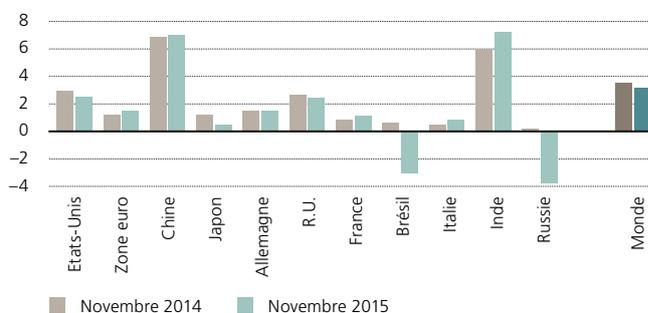
nant un essoufflement plus rapide que prévu de la croissance globale ;

- les prix des matières premières continuent de reculer, affectant les pays exportateurs, alors que les consommateurs des nations importatrices ne dépensent pas leur épargne ;
- une crise financière dans les marchés émergents découle de l'accélération des sorties de fonds ;
- un événement géopolitique affectant la confiance et impliquant potentiellement la Russie et le Moyen-Orient.

Fig. 7

Prévisions de croissance 2015

Prévisions d'UBS pour la croissance du PIB réel en 2015 (%)

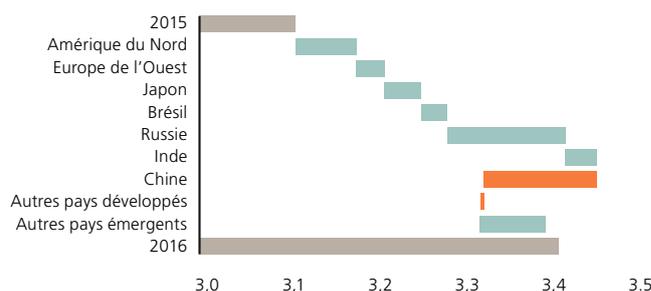


Source : UBS, au 13 novembre 2015

Fig. 8

Répartition uniforme des contributeurs à la croissance

Contributeurs à l'accélération de la croissance mondiale (points de pourcentage)



Source : UBS, au 13 novembre 2015

Régions

Hausse de la demande aux Etats-Unis

Nous prévoyons une accélération de la croissance américaine en 2016, à 2,8% contre 2,5% en 2015.

La demande des consommateurs sera soutenue par l'embellie du marché de l'emploi, la reprise des activités de prêt, l'incidence positive des effets de richesse et l'accélération du rythme de formation des ménages.

Nous prévoyons une croissance modérée des investissements des entreprises, bien que ces dernières continuent de manifester globalement une certaine prudence. Les incertitudes liées à l'élection présidentielle de novembre 2016 pourraient affecter les investissements vers la fin de l'année, mais nous n'anticipons aucun changement post-électoral majeur avant 2017.

Comme dans d'autres régions, l'inflation devrait augmenter aux Etats-Unis en 2016, du fait de la stabilisation des prix des matières premières. Le risque d'une augmentation de l'inflation de base est toutefois plus élevé aux Etats-Unis que dans d'autres régions. En effet, les Etats-Unis bénéficient d'un chômage moins élevé et d'une croissance plus dynamique que dans d'autres régions.

En réponse, la Fed augmentera sans doute ses taux d'intérêt, mais de manière prudente selon nous, et uniquement si une telle action ne nuit pas à la croissance.

Poursuite de la reprise en Europe

Dans la zone euro, nous anticipons une accélération de la croissance à 1,8% en 2016 contre 1,5% en 2015. Au Royaume-Uni, la croissance devrait rester bonne, à 2,4%.

Nous pensons que les politiques monétaires de stimulation économique

continueront de soutenir la dynamique des PIB, et la consommation privée devrait rester soutenue, dans un contexte de coûts d'emprunt particulièrement faibles et de confiance élevée des consommateurs.

Les investissements devraient augmenter sensiblement, la reprise se confirmant. La confiance des entreprises s'améliore, et les enquêtes récentes en matière de prêts suggèrent une accessibilité accrue des crédits bancaires. Les exportations ne devraient pas être un moteur de développement majeur pour la région, l'affaiblissement de l'euro étant désormais derrière nous, mais les politiques budgétaires devraient favoriser légèrement la croissance. Le Fonds européen pour les investissements stratégiques, d'un montant de 315 milliards d'euros, devrait avoir un effet d'entraînement dans les trimestres à venir.

Poursuite du ralentissement en Asie

Globalement, nous prévoyons un léger ralentissement de la croissance de l'Asie en 2016, et ce pour la troisième année consécutive, principalement du fait du ralentissement observé en Chine.

Au premier semestre 2016, nous pensons que les niveaux élevés des stocks chinois annoncent des investissements et une activité industrielle au ralenti, avec une nouvelle décélération des investissements d'équipement.

Pour fin 2016, avec la fin du processus de déstockage sur le marché immobilier, nous prévoyons une stabilisation de la croissance des investissements d'équipement, à un taux à un chiffre. La Chine devrait également bénéficier des politiques de soutien de l'État, qui favorise les nouveaux investissements

Prévisions UBS de croissance du PIB et d'inflation

Pays	Croissance du PIB réel (en %)		Inflation (en %)	
	2015	2016	2015	2016
Australie	2,2	2,6	0,2	1,6
Brésil	-3,0	-2,0	9,9	6,4
Canada	1,1	2,2	1,5	1,9
Chine	6,9	6,2	1,5	1,5
Zone euro	1,5	1,8	0,1	1,0
France	1,1	1,5	0,1	1,2
Allemagne	1,5	1,9	0,2	1,0
Italie	0,8	1,5	0,2	1,4
Espagne	3,2	2,7	-0,6	0,6
Inde	7,1	7,6	5,0	4,6
Indonésie	4,7	4,9	6,4	5,0
Japon	0,5	1,3	0,9	1,0
Mexique	2,3	2,7	2,6	3,5
Russie	-3,7	-0,4	15,6	6,9
Suisse	1,0	1,4	-1,2	-0,4
Royaume Uni	2,4	2,4	0,1	1,1
Etats-Unis	2,5	2,8	0,2	1,6
Monde	3,1	3,4	3,5	3,8

Source : UBS, au 13 novembre 2015

dans les domaines de la santé, des services aux collectivités et des technologies de pointe.

Toutefois, le maintien de capacités excédentaires significatives dans certaines industries lourdes restera un frein important. Il faudra plusieurs années pour les résorber.

La faiblesse de l'inflation sous-jacente rend possible un nouvel assouplissement de la politique monétaire.

Marchés émergents : stabilisation à un faible niveau

La croissance des marchés émergents restera modérée, tout en s'améliorant globalement. Nous prévoyons une croissance de 4,3% pour les économies en développement, contre 4,1% en 2015.

Le plongeon de nombreuses monnaies en 2015 a conféré un avantage concurrentiel aux économies concernées. Sur ces bases, l'affaiblissement des monnaies devrait favoriser les balances courantes et accroître le potentiel de bonnes surprises en termes de croissance.

Toutefois, le désendettement du secteur privé devra se poursuivre dans plusieurs pays. En outre, la chute de nombreuses monnaies des marchés émergents signifie que les dettes en USD sont désormais plus lourdes à supporter. Certains pays pourraient subir une rétrogradation de leurs notes ou perspectives de crédit en 2016.

Les décideurs des marchés émergents chercheront des opportunités d'assouplissement des politiques budgétaires et monétaires, mais leur capacité à y parvenir sera plus limitée dans les pays dont les monnaies se sont le plus dépréciées.

Points forts de la Suisse

L'économie suisse a évité la récession après le choc EUR/CHF au début de 2015.

L'économie nationale, en pleine croissance, fait office d'amortisseur, absorbant les secousses dont souffrent les secteurs exportateurs du fait de la solidité du franc suisse. L'immigration annuelle, qui représente environ 1% de la population, et la politique mo-

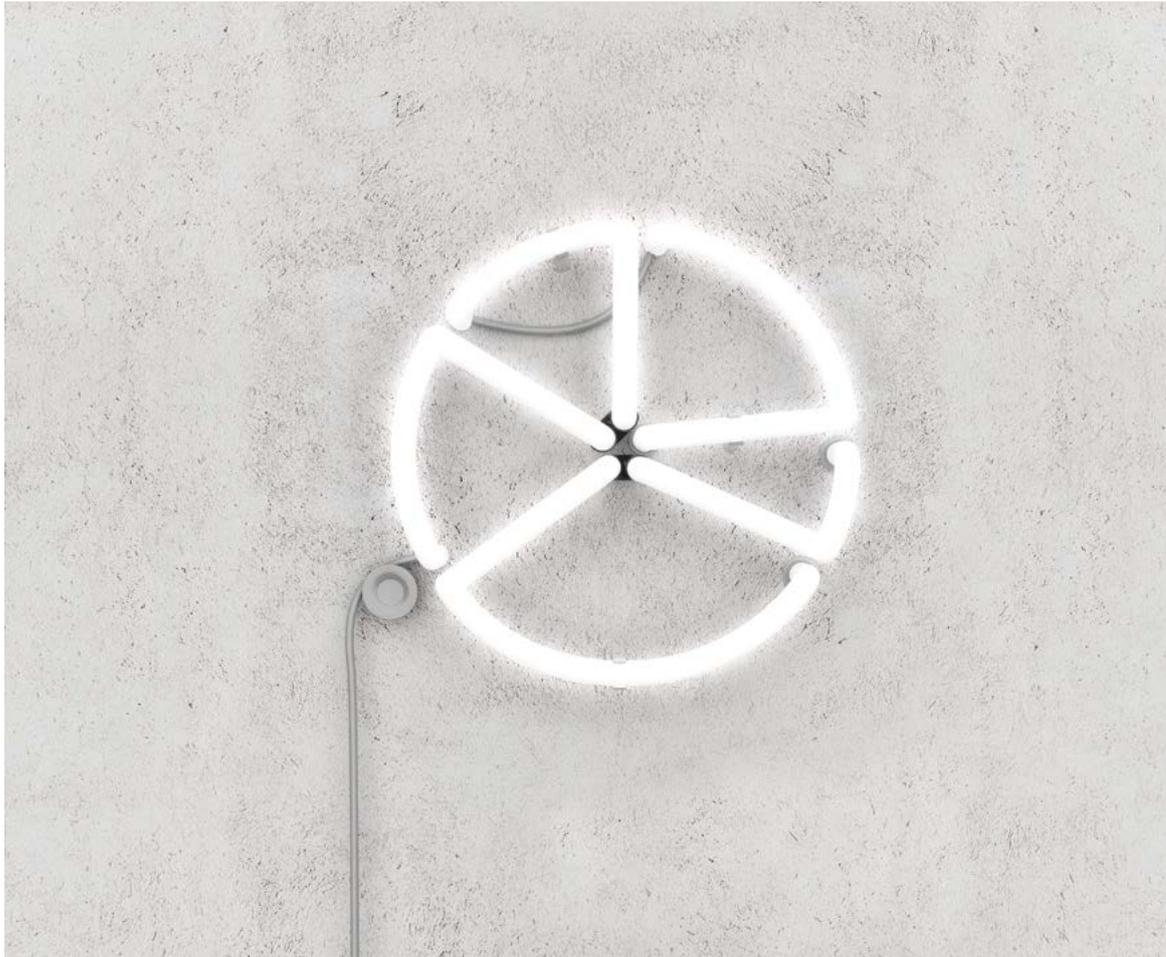
nétaire toujours très accommodante de la Banque nationale suisse continueront de soutenir les dépenses de consommation et de construction. Les exportations nettes et les dépenses d'investissement devraient néanmoins peser sur la croissance du PIB réel, qui devrait, selon nos estimations, atteindre 1,4% en 2016. Les prix à la consommation, déjà en recul de 1,2% en 2015, devraient encore s'inscrire en baisse, mais à un rythme plus modéré. Les effets de base liés à la baisse des prix du pétrole et à la solidité de la monnaie nationale devraient s'atténuer. Ce n'est cependant pas là une raison suffisante pour pousser la BNS à durcir sa politique dans l'immédiat.

Le PIB exprimé en USD de certains pays s'est effondré depuis 2012 PIB de différents pays (en dollars courants)

Variations par rapport à 2012	Classement		Variations de 2012 à 2016
inchangé	1	Etats-Unis	16%
inchangé	2	Chine	45%
inchangé	3	Japon	-30%
inchangé	4	Allemagne	-2%
plus 1 rang	5	Royaume-Uni	16%
moins 1 rang	6	France	-7%
plus 3 rangs	7	Indie	30%
inchangé	8	Italie	-10%
moins 2 rangs	9	Brésil	-31%
plus 1 rang	10	Canada	-13%
plus 3 rangs	11	Corée du Sud	19%
plus 1 rang	12	Espagne	-7%
moins 1 rang	13	Australie	-19%
plus 1 rang	14	Mexique	0%
moins 6 rangs	15	Russie	-42%
inchangé	16	Indonésie	-5%
inchangé	17	Pays-Bas	-6%
inchangé	18	Turquie	-9%
plus 1 rang	19	Suisse	3%
moins 1 rang	20	Arabie saoudite	-12%

Source : FMI, UBS, au 13 novembre 2015

Convertir les prévisions en investissements



*Mads Pedersen,
Head of Global Asset Allocation*

*Katarina Cohrs,
TAA and Investment Methodology*

Que l'on investisse à long ou à court terme, nous estimons qu'une approche cohérente aide à réaliser des performances régulières. Nous résumons ici une partie de la philosophie d'investissement qui sous-tend nos recommandations d'investissement tactique, de la décision relative au positionnement face au risque, aux allocations au sein de classes d'actifs spécifiques.

Pour ou contre le risque ?

La décision de s'exposer, ou non, aux actifs à risque tels que les actions et le haut rendement peut faire toute la différence au niveau des performances.

Notre processus de prise de décisions repose sur deux piliers :

Premièrement, un pilier quantitatif qui tient compte de l'évolution aussi bien du cycle d'affaires mondial que de la « dynamique des prix ».

Nous estimons en règle générale que si la tendance et la dynamique des bénéfices mondiaux ainsi que l'activité commerciale sont positives, le contexte devrait lui aussi être favorable aux actifs à risque. Sur le plan fondamental, les actions correspondent à un droit aux flux de trésorerie futurs : si la tendance de ces flux est positive, les perspectives des actions devraient l'être elles aussi. Parallèlement, sur des horizons à court terme, les marchés font souvent l'objet d'un phénomène d'entraînement, c'est-à-dire que s'ils ont été haussiers, ils sont plus susceptibles de continuer sur cette voie que d'opérer un revirement. Ce phénomène peut être attribué, en partie, à l'effet comportemental de « conservatisme » en vertu duquel les gens campent sur leurs convictions au lieu de s'adapter en souplesse aux nouvelles informations. Dans un tel contexte, les améliorations

des perspectives fondamentales peuvent mettre un certain temps avant de se répercuter sur les prix.

Deuxièmement, nous analysons les implications des facteurs qualitatifs, lesquels incluent des événements tels que les changements de cap des banques centrales ou des gouvernements. Dans notre monde en transition, la politique interventionniste est un moteur actif des performances des marchés financiers, parfois pour le meilleur et parfois pour le pire.

Le marché ne semble pas cher, le moment d'acheter ?

Pas nécessairement. A long terme, les valorisations jouent un rôle de taille dans les décisions de placement et plus l'horizon est long, plus l'importance des valorisations augmente. Quoi qu'il en soit, sur des horizons plus courts tels que notre horizon de placement tactique sur six mois, les évaluations ne sont pas un indicateur particulièrement utile des performances futures.

Les marchés qui sont peu chers peuvent souvent devenir encore meilleur marché si le sentiment ou la dynamique du cycle d'affaires jouent en leur défaveur, comme en attestent les marchés émergents ces dernières années. De même, les marchés dont l'évaluation semble correcte peuvent maintenir leur valeur, voire s'apprécier, à condition d'être soutenus par le cy-

cle d'affaires et le sentiment, à l'image du marché boursier américain ces dernières années.

Dans un tel contexte, si les valorisations représentent un indicateur important pour les décisions relatives à l'allocation d'actifs stratégique à long terme, elles ne jouent pas un rôle majeur dans nos prises de décisions de placement tactiques.

Comment choisir entre les actions des différentes régions ?

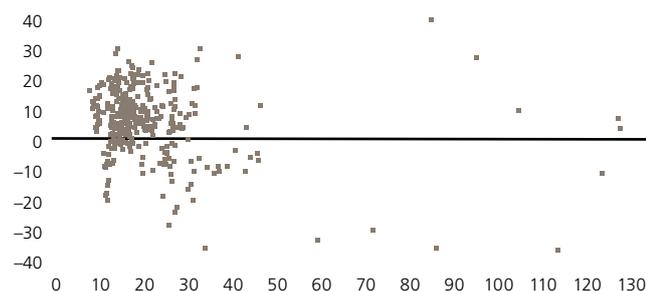
En investissant dans un indice d'actions, un investisseur achète une participation aux bénéfices futurs d'une série d'entreprises. Aussi notre cadre de prise de décisions régionales tient-il fortement compte des variations probables des bénéfices dans différentes régions. Nous intégrons aussi les fluctuations récentes des monnaies, lesquelles pourraient être le signe d'une modification des perspectives des exportateurs ; la dynamique du sentiment manufacturier, qui pourrait révéler un changement au niveau des économies locales ; ainsi que la croissance et le taux de changement de la rentabilité des entreprises. Nous prenons également en compte une composante de dynamique de marché, afin de refléter les changements du sentiment à l'égard des différents marchés.

Nous notons que tous les facteurs revêtent une importance égale pour

Fig. 9

Les valorisations ne sont pas un moteur clé des rendements à court terme

Rendement total futur sur 6 mois vs PER mobile, S&P 500

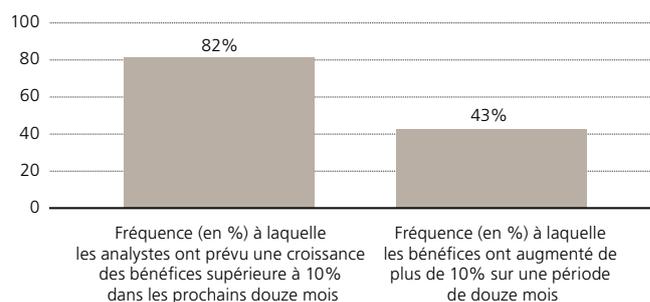


Source : Shiller, UBS, au 13 novembre 2015

Fig. 10

Il est parfois préférable de se focaliser sur la réalité plutôt que sur les prévisions

Estimations IBES des bénéfices du MSCI US, données mensuelles depuis 1988



Source : Thomson Reuters, UBS, au 13 novembre 2015

chaque marché. Par exemple, les marchés des actions qui sont principalement composés d'exportateurs tels que la Suisse ont tendance à être plus fortement influencés par les changes, tandis que ceux qui sont plus axés sur le trading, à l'image du Japon, reposent davantage sur la dynamique.

Nous prenons aussi en considération des facteurs extraordinaires comme les changements des politiques des banques centrales, lesquels influencent de plus en plus les performances des marchés des actions depuis quelques années.

Comment savoir si les rendements vont augmenter ?

Ces dernières années, la principale source de frustration des spécialistes des prévisions de placement a été le repli ininterrompu des rendements des emprunts d'Etat. En dépit d'une croissance économique attrayante, de la baisse du chômage et de marchés généralement favorables au risque, les rendements des emprunts d'Etat ont suivi une tendance baissière, qui a prouvé que les fondamentaux économiques n'étaient pas les seuls moteurs du marché obligataire. Notre cadre reconnaît qu'un mélange de facteurs fondamentaux et techniques dicte l'évolution du marché et associe des facteurs techniques, y compris le sentiment des investisseurs, à des fondamentaux tels que les tendances du cycle d'affaires.

Nous ne pouvons déterminer avec certitude le moment où les rendements commenceront à augmenter. Mais grâce à sa concentration sur les facteurs techniques et sur les fondamentaux, nous pensons que notre cadre nous aidera à identifier les moteurs des marchés.

Quand le moment viendra-t-il de prendre des risques de crédit ?

Comme pour les autres classes d'actifs, nous tentons de répondre à cette question au moyen d'approches à la fois quantitatives et qualitatives. Notre approche quantitative étudie aussi bien la possible évolution future des

spreads que la prime que perçoivent actuellement les investisseurs en contrepartie du risque de défaillance.

Les modèles de spreads tiennent compte de variables macro-économiques fondamentales, d'indicateurs de la propension mondiale au risque et d'indicateurs spécifiques aux pays. Parallèlement, le modèle de taux de défaillance prend en considération des facteurs fondamentaux pour la première année avant de supposer qu'un retour à la moyenne aura lieu pendant le cycle d'affaires.

De surcroît, nous évaluons des facteurs qualitatifs tels que les tendances en matière de nouvelles émissions (dans lesquelles des niveaux d'offre élevés peuvent être favorables aux classes d'actifs telles que le haut rendement dans la mesure où ils sont révélateurs d'un sentiment positif et de conditions de refinancement souples), les changements et tendances relatifs aux notes de crédit ainsi que les évaluations des liquidités, lesquelles sont particulièrement importantes pour le crédit à haut rendement.

Comment décider des meilleures monnaies aujourd'hui ?

Pour la plupart des investisseurs, leur monnaie nationale est selon nous le meilleur choix. Nous leur suggérons de couvrir l'essentiel de leurs portefeuilles dans leur monnaie locale du fait de la forte volatilité des marchés des changes, sans garantie de performance à long terme. Sur un horizon à court terme, les marchés des changes peuvent toutefois receler des opportunités de performance tactique.

Les monnaies sont peut-être la classe d'actifs influencée par le plus grand nombre de facteurs. A long terme, il nous semble qu'elles renoueront avec leur valeur fondamentale. Par conséquent, notre processus de prise de décisions analyse les sous- ou sur-évaluations des monnaies par rapport à la parité du pouvoir d'achat à long terme ou aux tendances de la parité des taux d'intérêt.

Nous notons cependant que les déviations peuvent mettre du temps à se corriger. Aussi prenons-nous en considération des facteurs à court terme pour compléter notre processus de prise de décisions tactiques. Nous suivons la dynamique du cycle d'affaires de près, convaincus que les monnaies en général s'apprécient lorsque la croissance et les taux d'intérêt sont élevés et s'affaiblissent lorsque la croissance et les taux d'intérêt sont faibles. Il est par ailleurs important de prendre en considération la volatilité globale du marché et son positionnement. Les monnaies dont les taux d'intérêt sont élevés ont tendance à être favorisées lorsque la volatilité du marché est faible et nous devons tenir compte du risque de telles « opérations de portage » en cas de positionnement excessif ou de pic de volatilité.

Quand le moment est-il propice à l'achat de matières premières ?

Pour les investisseurs qui considèrent les matières premières comme une classe d'actifs, nous sommes d'avis que les décisions tactiques doivent reposer sur quatre facteurs. Premièrement, l'évolution du cycle d'affaires mondial, étant donné qu'une hausse de l'activité économique suppose généralement une demande accrue de matières premières. Deuxièmement, la performance des marchés boursiers liés aux matières premières a historiquement « précédé » celle des marchés des matières premières et peut donc servir d'indicateur utile. Troisièmement, les coûts de report peuvent avoir une incidence importante sur le total réalisé car une courbe haussière ou baissière est généralement responsable des performances des matières premières. Enfin, la dynamique des prix, étant donné que les prix des matières premières suivent des tendances longues, ou cycles, au fil du temps.

Nous excluons les matières premières de nos portefeuilles à long terme en raison de leur niveau élevé de volatilité par rapport aux perspectives de rendement à long terme et de leurs avantages limités en matière de diversification du portefeuille.

Positionnement tactique mondial



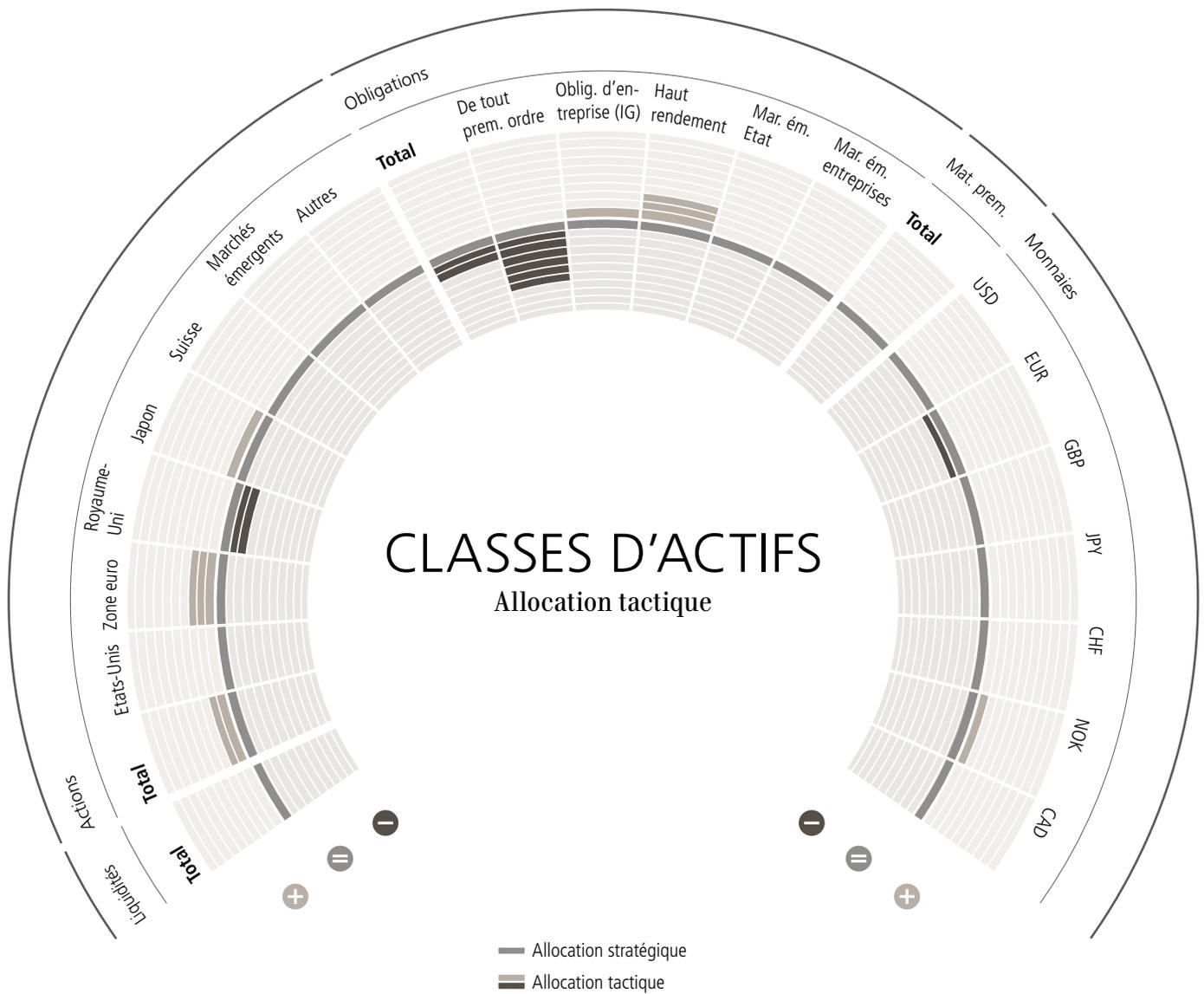
Mads Pedersen
Head of Global Asset Allocation



Mark Andersen
Head of Regional Asset Allocation

Nous nous positionnons pour notre monde en transition en surpondérant les actions par rapport aux obligations. Les perspectives des actions nous semblent bonnes vu le rétablissement de l'économie mondiale après un léger ralentissement en 2015, la bonne rentabilité des entreprises et le faible niveau prévu pour les taux d'intérêt en général. En termes régionaux, nous privilégions la zone euro et le Japon, mais sommes plus prudents à l'égard des actions britanniques.

Coté obligations, nous surpondérons les crédits européens à haut rendement et les titres USD investment grade à échéances courtes. Les coupons des deux segments sont attrayants et ces derniers devraient être relativement protégés face à la transition vers des taux plus élevés aux Etats-Unis. Nous sous-pondérons les obligations de haute qualité les plus sûres.



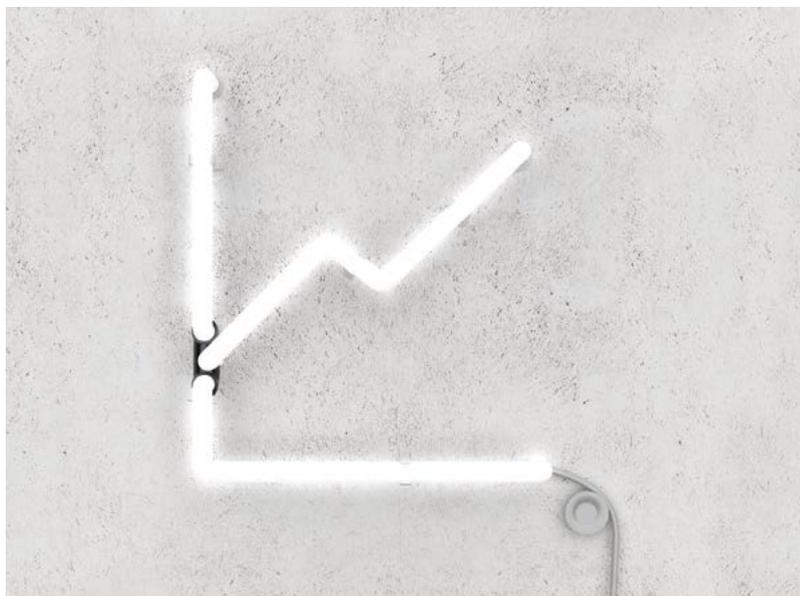
+ **Surpondération:** recommandation tactique de détenir davantage de la classe d'actifs que spécifié dans l'allocation d'actifs stratégique

= **Pondération neutre:** recommandation tactique de détenir la classe d'actifs conformément à sa pondération dans l'allocation d'actifs stratégique

- **Sous-pondération:** recommandation tactique de détenir moins de la classe d'actifs que spécifié dans l'allocation d'actifs stratégique

Au 20 novembre 2015

Actions



Markus Irngartinger, Head of Macro & Equities Strategy
Jeremy Zirin, Chief Equity strategist, Wealth Management Americas
David Lefkowitz, US Equity strategist, Wealth Management Americas

Nous sommes positif quant aux perspectives des actions à l'approche de 2016. Nos marchés régionaux de prédilection sont la zone euro et le Japon. Tous deux devraient être favorisés par la hausse des bénéfices des entreprises, les coûts de refinancement bon marché et la faiblesse relative de leurs monnaies lorsqu'elles sont pondérées en fonction du volume des échanges.

Monde

Une confiance justifiée dans les actions internationales pendant une année difficile

Les actions internationales ont affiché de bonnes performances au premier trimestre 2015. La zone euro a mené la reprise grâce à une politique monétaire accommodante. Redoutant l'incidence potentielle de la hausse des taux, les marchés des actions ont stagné au deuxième trimestre, après la baisse des marchés obligataires. Les actions japonaises se sont toutefois bien comportées.

Au troisième trimestre, l'ensemble des marchés internationaux des actions a chuté face aux inquiétudes grandissantes quant à la demande chinoise et à ses répercussions sur les prix des matières premières. Les monnaies et les marchés des actions des marchés émergents ont été les plus durement affectés, les secteurs des matériaux et de l'énergie chutant fortement, pénalisant la performance des marchés des actions des pays développés.

A l'heure où nous écrivons, un fort rebond est intervenu au quatrième trimestre, avec un rétablissement des secteurs les plus pénalisés au troisième trimestre.

Globalement, nous pensons que la confiance faite aux actions était justifiée : les actions internationales sont actuellement en territoire positif sur l'année. Cela dit, les investisseurs ont dû faire preuve de discipline : 2015 a connu les rendements ajustés du risque les plus faibles des dix dernières années, si l'on exclut 2008 et 2011.

Opinion positive à l'égard des actions pour 2016

Nous envisageons avec confiance les perspectives des actions pour 2016.

Tout d'abord, l'économie mondiale devrait s'améliorer cette année. L'accélération de la consommation dans les pays développés et une plus grande stabilité dans les pays émergents devraient permettre aux entreprises de développer leurs chiffres d'affaires plus facilement en 2016 qu'en 2015.

Ensuite, bien qu'une hausse des taux soit à prévoir de la part de la Fed comme de la Banque d'Angleterre, ces deux institutions n'agiront que progressivement, maintenant les coûts de refinancement à de faibles niveaux. Au niveau mondial, les politiques monétaires restent particulièrement accommodantes, la Banque du Japon et la Banque centrale européenne déployant des programmes d'assouplissement quantitatifs.

Enfin, les perspectives bénéficiaires des entreprises restent bonnes. Dans un contexte de hausse des chiffres d'affaires, de faibles coûts de refinancement et de pressions toujours relativement faibles des salaires et matières premières, nous pensons qu'une augmentation des bénéfices de l'ordre de 4-9% dopera les actions en 2016.

Volatilité prévisible des actions

En 2015, les actions ont manifesté la volatilité inhérente à cette classe d'actifs et démontré que toute surexposi-

tion doit être envisagée avec prudence, malgré notre opinion globalement positive.

Nous voyons plusieurs risques en 2016.

Premièrement, la baisse du troisième trimestre illustre l'incertitude des perspectives en Chine et sur les marchés émergents. Malgré une croissance globale chinoise supérieure aux attentes, les évolutions de la composition de la croissance et des flux de capitaux affectent les fournisseurs, particulièrement dans les marchés émergents.

Les politiques des banques centrales sont un autre risque. L'impact potentiel d'une hausse des taux aux Etats-Unis reste incertain.

Il existe également des risques politiques. On signalera l'élection présidentielle américaine, la question de l'unité européenne avec la crise des migrants, le rôle du R.U. dans l'UE, les perturbations géopolitiques en Russie et au Moyen-Orient, et les élections au Japon.

L'inflation reste un risque externe. La forte rentabilité des entreprises ces dernières années est due en partie aux faibles prix des matières premières et à

la hausse modérée des salaires. Toute augmentation de ces derniers mettrait les marges bénéficiaires sous pression, remettant en cause les valorisations.

Exploiter les risques au niveau mondial

De nombreux investisseurs institutionnels utilisent des options pour couvrir leurs portefeuilles d'actions ; l'achat d'options de vente (puts) donne le droit, mais pas l'obligation, de vendre des actions à un prix fixe à un moment donné dans le futur.

Du fait de sa plus grande liquidité, le marché américain des options est utilisé beaucoup plus fréquemment que le marché européen.

En conséquence, nous trouvons que les options américaines tendent à être plus onéreuses, à un niveau de volatilité donné, que leurs concurrentes européennes. Historiquement, une stratégie gagnante a consisté à acheter des futures à long terme V2X (volatilité zone euro) et à vendre les équivalents VIX (volatilité US), en attendant que les fondamentaux déploient leurs effets en termes de flux d'investissements.

Région	Position	Rendements		Evaluation			Croissance de BPA	
		2014 (%)	2015 (%)	PER réalisé (x)	Médiane sur 20 ans (x)	Rendement sur dividende (x)	2015 (%)	2016 (%)
ME	Neutre	-2,0	-11,7	12,2	12,9	3,0	-4-0	2-6
Zone euro	Surpondéré	+5,8	+14,5	15,8	15,8	3,2	10-14	8-12
Japon	Surpondéré	+9,9	+13,3	15,8	21,3	1,9	13-17	2-8
Suisse	Neutre	+11,5	+2,2	17,9	17,7	3,2	-2-2	6-9
Royaume-Uni	Sous-pondéré	+0,8	-1,3	15,4	14,3	4,2	-17--13	0-5
Etats-Unis	Neutre	+13,4	+0,4	18,4	17,4	2,1	0-2	6-10
Monde	Surpondéré	+9,3	+2,3	16,6	16,9	2,6	0-4	4-9

Source : UBS , au 17 novembre 2015

Etats-Unis

Neutre

Calme plat, baisse puis hausse pour les actions américaines en 2015

Ainsi, le marché a globalement stagné au cours de la première moitié de l'année avec, d'un côté, une faible croissance des résultats qui freinait toute hausse et, de l'autre, une croissance économique raisonnable et une politique monétaire accommodante qui empêchaient tout repli. Cette période de calme plat a été suivie, en août, par le plus important mouvement de vente hebdomadaire des quatre dernières années sur fond d'inquiétudes quant aux conséquences potentielles d'un ralentissement de l'économie chinoise. Après une forte hausse en octobre, le marché flirte de nouveau avec ses sommets historiques à l'heure où nous écrivons.

L'accélération de la croissance des bénéfices devrait tirer les actions américaines

La croissance des bénéfices des entreprises de l'indice S&P 500 est actuellement relativement faible, avec une progression limitée, voire nulle, attendue pour 2015. Nous prévoyons néanmoins une accélération de cette croissance à 6-10% en 2016, la stabilité accrue des prix du pétrole et du dollar américain soutenant les résultats des secteurs exportateurs et de l'énergie. Cette accélération devrait porter le marché tout au long de 2016.

La Fed, les marchés émergents, l'inflation et la politique, autant de facteurs de risque pour les actions américaines

Nous soulignons ici un certain nombre de risques qui pourraient peser sur le marché américain en 2016.

Premièrement, les actions pourraient être pénalisées en cas de relèvement des taux d'intérêt de la Réserve fédérale à un rythme plus rapide que prévu. Les valorisations des actions américaines ne sont pas bon marché et une hausse surprise de l'inflation pourrait amener la Fed à relever ses taux de manière vigoureuse, ce qui affecterait les multiples de valorisation.

Deuxièmement, une hausse inattendue de l'inflation pourrait avoir un effet néfaste si elle se traduisait par une hausse des salaires. Aux Etats-Unis, les marges bénéficiaires des entreprises sont relativement élevées. Ces marges pourraient souffrir en cas de forte augmentation des salaires, notamment dans le secteur à forte intensité de main-d'œuvre de la consommation discrétionnaire.

Opportunités dans le secteur américain des technologies en 2016

Au sein des actions américaines, notre secteur préféré est celui des technologies.

Ce secteur a régulièrement surperformé l'indice S&P500 depuis la mi-2013 et a également dégagé l'une des meilleures performances en 2015. Nous pensons qu'il en sera de nouveau ainsi en 2016.

Les valorisations nous semblent attractives. Au cours des 25 dernières années, le secteur des technologies a affiché une prime moyenne de 20% par rapport au reste du marché. Aujourd'hui, il présente une légère décote, le marché étant globalement

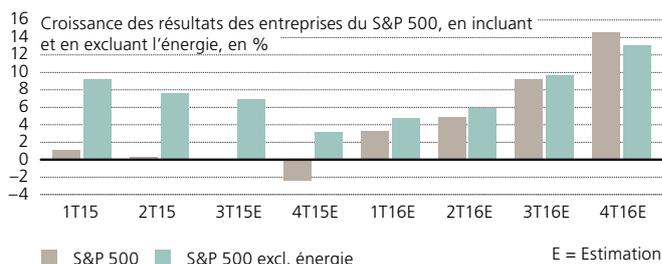
Nous maintenons une allocation tactique neutre pour les actions américaines. Selon nous, le marché est toujours sur un cycle haussier, mais d'autres marchés, comme la zone euro et le Japon, sont plus attractifs étant donné le plus grand potentiel d'augmentation des bénéfices à court terme.

sceptique quant à la poursuite de la croissance des résultats. Selon nous, les bénéfices peuvent continuer à croître en 2016 grâce à l'augmentation des dépenses des entreprises et à des tendances de fond comme le cloud computing, la mobilité, la sécurité informatique, la publicité en ligne et le big data.

Le secteur se caractérise également par des versements importants aux actionnaires, versements qui devraient se poursuivre en 2016 étant donné le niveau élevé des cash-flows libres et la solidité des bilans. Le secteur des technologies dans son ensemble dispose ainsi actuellement de pas moins de 500 milliards d'USD de liquidités.

Fig. 11

Les résultats des entreprises américaines devraient être stimulées par la stabilité des prix de l'énergie et du dollar



Source : UBS, au 13 novembre 2015

Zone euro

Surpondéré

2015 riche en événements

L'année 2015 a été riche en événements pour les investisseurs en actions de la zone euro. L'annonce, en janvier, de la mise en œuvre d'une politique d'assouplissement quantitatif par la BCE a provoqué une hausse des marchés de plus de 20% en à peine trois mois. La progression a encore été alimentée par la dépréciation de l'euro et l'afflux des capitaux des détenteurs d'obligations, échaudés par les rendements négatifs.

Cette période de hausse a été suivie par un recul sur fond de craintes quant à l'impact de ventes massives sur les marchés obligataires internationaux et à la sortie de la Grèce de la zone euro. La baisse s'est accélérée au troisième trimestre en raison, cette fois-ci, des incertitudes liées à l'exposition aux marchés émergents sur lesquels les entreprises de la zone euro réalisent 30% de leurs bénéfices. En septembre, l'indice MSCI Eurozone était ainsi à deux doigts d'être officiellement considéré comme reflétant un «marché baissier».

Le quatrième trimestre a été marqué par une forte reprise qui, si elle ne s'est pas traduite par un retour aux sommets, a néanmoins permis au marché de s'inscrire en hausse de 15% environ depuis le début de l'année. Les titres des secteurs de la santé et de la consommation ont surperformé tandis que ceux des ressources de base, des services aux collectivités et de l'énergie sont restés à la traîne.

Augmentation des bénéfices dans la zone euro

À l'orée de 2016, nous maintenons la surpondération des actions de la zone euro dans le cadre de notre allocation tactique des actifs. Les entreprises bénéficient de coûts de refinancement avantageux, d'un euro historiquement faible par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux de l'Europe, d'un potentiel haussier pour les marges de rentabilité et d'une politique monétaire accommodante.

Selon nous, la faiblesse de l'EUR pourrait favoriser les exportateurs de la zone euro sur une base pondérée des

échanges ; les coûts de refinancement de la dette des entreprises sont peu élevés, ce qui profite à leurs marges nettes, et la demande nationale est en hausse, dopant les chiffres d'affaires. Dans l'ensemble, nous tablons sur une progression des bénéfices de 8 à 12% dans les douze prochains mois, soit plus que pour les autres régions.

L'amélioration des marges au cours des derniers mois est encourageante. Les marges bénéficiaires nettes ne dépassent pas 4,2%, soit nettement moins que leur pic cyclique de 7,3% atteint en 2008. Si les marges continuent de progresser, la hausse des actions de la zone euro pourrait bien durer.

Volatilité en zone euro

Si nous sommes dans l'ensemble positifs à l'égard des actions de la zone euro, nous mettons les investisseurs en garde contre une surexposition à la région.

Premièrement, d'un point de vue purement technique, le marché des actions de la zone euro est plus volatil que la plupart des autres marchés développés.

Deuxièmement, comme on l'a vu au troisième trimestre, la zone euro est vulnérable aux incertitudes sur la croissance des marchés émergents, 30% des bénéfices des entreprises de la zone étant réalisés dans les pays émergents.

Enfin, comme toujours en Europe, la politique constitue un facteur de risque. La sécurité représentera une préoccupation importante, à la suite des attentats de Paris, et les investisseurs devront notamment prêter at-

tention à d'éventuelles élections en Italie ou à une résurgence des tensions politiques en Grèce.

Opportunités dans les secteurs de l'énergie et de la finance

Parmi les actions de la zone euro, l'Italie est notre marché préféré. L'économie italienne a été source de belles surprises et les récentes enquêtes auprès des banques reflètent un assouplissement des conditions de prêt, qui devrait soutenir aussi bien la croissance que la rentabilité du secteur bancaire. Les valeurs financières représentent 42% de l'indice italien des actions et nous tablons sur une croissance des bénéfices supérieure à la moyenne dans les deux prochaines années.

Miser sur la croissance de la zone euro

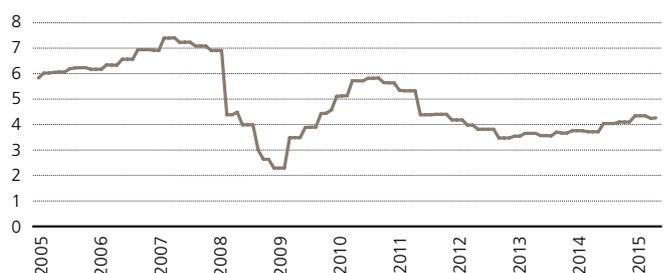
Face aux incertitudes qui ont marqué le second semestre 2015, les investisseurs ont revu à la baisse leurs attentes quant aux dividendes susceptibles d'être versés par les entreprises de la zone euro en 2016. Les paiements des contrats à terme sur dividendes stagneront en glissement annuel.

Par conséquent, des opportunités intéressantes pourraient, selon nous, se présenter en 2016 sur les contrats à terme sur dividendes de la zone euro. Avec l'amélioration des fondamentaux, ces contrats pourraient rapporter entre 4 et 9% en 2016.

Fig. 12

Les marges relativement faibles laissent présager une hausse durable

Marges EBIT de la zone euro



Source : UBS, au 13 novembre 2015

Marchés émergents

Neutre

2015 : une année trop tôt pour les actions des marchés émergents

Après un premier trimestre sans surprises, un certain optimisme a prévalu à l'égard des marchés émergents au début du deuxième trimestre. La bulle des actions de Chine continentale avait commencé à se propager aux autres marchés si bien que les actions des marchés émergents ont gagné plus de 10% en mars-avril.

Malheureusement, cet optimisme s'est révélé prématuré. En effet, la crise politique au Brésil, les perspectives de hausse des taux d'intérêt américains, l'éclatement de la bulle de Shanghai et une nouvelle baisse des prix des matières premières se sont conjugués, provoquant un véritable séisme pour les actions des marchés émergents au troisième trimestre de l'année.

Beaucoup de sentiment négatif dans les évaluations des marchés émergents

Les évaluations des actions des marchés émergents nous semblent maintenant relativement attrayantes. Avec un ratio cours/valeur comptable de 1,4, ces évaluations sont comparables à leurs plus bas de fin 2003 et de 2008. De plus, avec un PER de 12, les marchés émergents affichent une décote de 30% par rapport aux marchés développés.

Nous estimons par ailleurs que les attentes des investisseurs à l'égard de la région sont désormais suffisamment faibles pour permettre aux marchés émergents de repartir à la hausse en 2016 en cas de surprises positives. A noter que le positionnement des investisseurs sur les marchés émergents s'est maintenant normalisé. Ces marchés représentent ainsi 15,6% en moyenne des portefeuilles internationaux, contre 17,3% au plus haut.

Après avoir sous-pondéré les actions émergentes pendant une grande partie de l'année 2015, nous sommes récemment passés à un positionnement neutre. Nous estimons qu'après plusieurs années de sous-performance par

rapport aux marchés développés, les marchés émergents intègrent maintenant suffisamment de sentiment négatif et qu'ils ne peuvent que mieux se comporter à l'avenir. Ceci dit, nous sommes bien conscients qu'il reste encore des obstacles à surmonter.

Encore des obstacles à surmonter pour les marchés émergents

Malgré des évaluations attrayantes, nous notons que sur une année, l'évaluation seule catalyse rarement la performance et que les marchés émergents seront confrontés à bien des obstacles en 2016.

Premièrement, si nous nous attendons à une stabilisation de la croissance économique en 2016, celle-ci devrait rester modeste. Le désendettement du secteur privé devra se poursuivre, la Russie et le Brésil devraient rester en récession et, selon nous, le ralentissement de la croissance chinoise devrait être encore plus prononcé en 2016 qu'en 2015.

Deuxièmement, des taux d'intérêt élevés aux Etats-Unis ou un raffermissement du dollar suite à un relèvement des taux américains pourraient être une source de problèmes pour les marchés émergents dépendants des financements en dollar.

Troisièmement, la croissance des résultats reste médiocre. Les bénéfices ont reculé de 30% par rapport à leur plus haut de 2011, et les prévisions de croissance des résultats du consensus (soit 9% pour 2016) nous paraissent bien trop optimistes. Pour notre part, nous tablons sur une progression de

2 à 6%, soit moins que pour les autres régions.

Enfin, un certain nombre de risques spécifiques persistent qui pourraient affecter le marché. Il s'agit, entre autres, de la situation politique au Brésil et des risques géopolitiques en Russie et au Moyen-Orient.

Entreprises des marchés émergents de qualité versant des dividendes

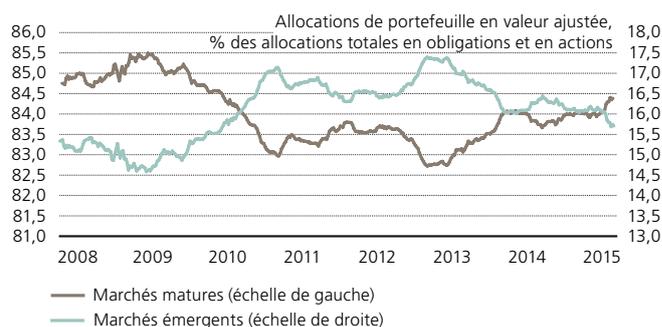
Si, d'après nos prévisions, la croissance des marchés émergents devrait se stabiliser en 2016, elle devrait néanmoins rester modeste.

Nous recherchons des « entreprises de qualité versant des dividendes », autrement dit des entreprises offrant un rendement du dividende de plus de 3%, un rendement des fonds propres supérieur à 10%, une croissance positive des résultats et un bon historique d'augmentation des versements de dividendes. Sont ainsi concernés plusieurs secteurs, dont ceux de la finance, des télécommunications, de la consommation et de l'énergie.

Malgré la très faible performance des actions des marchés émergents ces dernières années, de tels titres auraient dégagé des rendements de l'ordre de 20% sur les deux dernières années, une surperformance appelée, selon nous, à se poursuivre l'an prochain.

Fig. 13

Ces dernières années, les investisseurs ont perdu confiance dans les marchés émergents



Source : Bloomberg, au 13 novembre 2015

Japon

Surpondéré

Les actions japonaises au tapis en un trimestre

Au milieu de l'année 2015, les actions nippones affichaient l'une des plus belles performances du monde, avec une envolée d'environ 15% de l'indice MSCI Japan. Toutefois, la période de six semaines de ventes brutales qui a débuté à la mi-août a tout réduit à néant.

Le marché japonais est alors devenu une proie facile pour les vendeurs : le pays entretient des liens économiques étroits avec la Chine et le yen (considéré comme une monnaie refuge en période de turbulences des marchés) s'est apprécié, assombrissant les perspectives des entreprises exportatrices. De plus, les investisseurs ont été peu à peu échaudés par les réticences de la Banque du Japon à renforcer les mesures de relance en dépit de l'absence de réaction de l'économie aux mesures déjà en vigueur.

Le rebond du quatrième trimestre s'est traduit par un nouvel élan pour les actions japonaises qui, à l'heure où nous écrivons, ont gagné 13% depuis le début de l'année. Les secteurs de la santé, de la consommation de base et des services aux collectivités se sont tous inscrits en hausse de plus de 20%. Les matériaux et l'énergie sont les seuls secteurs en territoire négatif cette année.

Marché japonais soutenu par les mesures de relance

En ce début d'année 2016, nous maintenons la surpondération des actions japonaises qui devraient être soutenues par une amélioration de la rentabilité des entreprises et toute une série de mesures visant à stimuler la croissance et le marché l'an prochain.

Les « trois flèches » du Premier ministre M. Shinzo Abe, à savoir l'assouplissement monétaire, les dépenses budgétaires et les réformes structurelles, expliquent en grande partie la performance relative des actions japonaises au cours des trois dernières années. Depuis octobre 2012, lorsque les « Abenomics » ont été évoqués pour la première fois, les actions japonaises ont battu les actions internationales de pas moins de 90% en monnaie locale.

Les effets positifs induits par les mesures de relance devraient, selon nous, se poursuivre en 2016.

Premièrement, nous pensons que la Banque du Japon pourrait élargir son programme d'assouplissement monétaire afin de lutter contre la déflation. Cet élargissement pourrait notamment prendre la forme d'une forte augmentation des rachats directs d'actions qui s'élèvent actuellement à 3000 milliards de JPY chaque année.

Deuxièmement, le Fonds de réserve des régimes de retraites publiques (GPIF) devrait, selon nous, augmenter ses placements sur le marché japonais des actions. Nous tablons ainsi sur des achats d'actions de 90 000 à 120 000 milliards de JPY de la part du GPIF d'ici un à trois ans.

Enfin, le nouveau code de gouvernance des entreprises devrait entraîner une hausse du rendement des fonds propres et des versements plus élevés en faveur des actionnaires.

Incertitudes en perspective à la Diète du Japon

L'un des principaux risques pesant sur le marché japonais, largement influencé par les considérations politiques, est l'élection prévue à la Chambre haute de la Diète du Japon en juillet 2016. Le Premier ministre Shinzo Abe, principal instigateur de la politique libérale, a vu sa cote de popularité chuter en dessous des 40% dans les derniers sondages après l'adoption de lois sur la sécurité nationale particulièrement impopulaires.

Nous pensons que les mesures favorables aux entreprises seront toujours d'actualité en 2016. Toutefois, une défaite du parti de M. Abe aux élections à la Chambre haute représente un risque majeur pour les actions japonaises en 2016. Dans ces conditions, et malgré les nombreux facteurs de soutien du marché, les investisseurs devraient éviter une exposition exagérée aux actions japonaises.

Nos actions japonaises préférées pour 2016

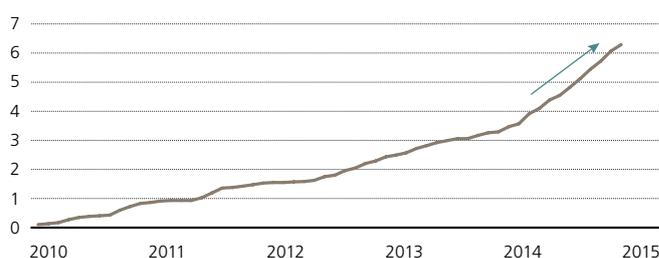
Nous apprécions les titres d'entreprises menant des programmes de rachat d'actions. Le nouveau code de gouvernance des entreprises nippones encourage ces dernières à dénouer les participations croisées et à restituer des liquidités aux actionnaires.

Par ailleurs, nous pensons que les constructeurs automobiles japonais pourraient figurer parmi les secteurs les mieux positionnés au sein du marché nippon des actions en 2016. Avec le scandale des émissions polluantes touchant les constructeurs européens et les avancées au niveau de l'accord de partenariat transpacifique, les constructeurs japonais sont en effet en bonne posture pour tirer parti du durcissement des réglementations en matière de contrôle des émissions et d'économies d'énergie.

Fig. 14

La Banque du Japon rachète des actions

ETF détenus par la Banque du Japon (en milliards de JPY)



Source : UBS, au 13 novembre 2015

Royaume-Uni

Sous-pondéré

Une nouvelle année défavorable aux actions britanniques

Après un premier trimestre 2015 assez positif, le marché britannique a commencé à souffrir au deuxième trimestre du fait de son exposition relativement élevée aux secteurs des matériaux et de l'énergie, au fur et à mesure que les prix des matières premières reculaient. Sa nature plutôt défensive a permis au marché de surperformer d'autres marchés plus cycliques pendant la vague de ventes du troisième trimestre, ne parvenant toutefois pas à compenser les effets défavorables de sa composition sectorielle. En dépit d'une reprise au dernier trimestre, les actions britanniques affichent toujours un repli d'environ 1% sur l'année en cours.

Sous-pondération des actions britanniques face à la croissance atone des bénéficiés

Nous sous-pondérons les actions du Royaume-Uni.

Le marché britannique a réalisé une performance totale négative au cours des deux dernières années, mais nous ne pensons pas que le moment soit venu d'anticiper un rebond. Il manque au marché la dynamique bénéficiaire généralement associée à une reprise durable : les bénéficiés finiront probablement l'année en baisse de plus de 13%, après avoir cédé 4% en 2014. De plus, nous sommes d'avis que le consensus ne tient pas encore pleinement compte des effets de la dépréciation des matières premières et prévoyons de nouvelles révisions à la baisse des bénéficiés dans les prochains mois.

La vigueur relative de la livre sterling représente elle aussi un obstacle pour les bénéficiés. Bien que l'impact défavorable de la monnaie sur les bénéficiés s'estompe par rapport à l'année dernière, le Royaume-Uni ne jouit pas d'une impulsion due aux taux de change, contrairement à la zone euro et au Japon. Ainsi, la livre sterling a gagné quelque 10% face à l'euro et est restée stable face au dollar américain cette année.

Les avantages du marché britannique

En dépit de notre sous-exposition aux actions britanniques, nous recommandons aux investisseurs de ne pas ignorer les mérites d'une position à long terme en actions du Royaume-Uni.

On peut envisager en 2016 un rebond du complexe matières premières/marchés émergents, qui pourrait bénéficier tout particulièrement aux actions britanniques. La Chine représente quelque 10%–15% du revenu du marché boursier britannique et les marchés émergents approximativement 35% au total.

De surcroît, même si les actions du Royaume-Uni sont fortement exposées aux matières premières et à l'énergie, la composition du marché est relativement défensive : au cours des cinq dernières années, il a affiché un bêta d'environ 0,9 x par rapport au marché mondial. Par conséquent, il sous-performera probablement si notre scénario de base de marchés haussiers se concrétise, mais dépassera les autres marchés boursiers développés en cas de vague de ventes, surtout si cette dernière découle de craintes quant à la croissance de ces marchés. Une telle diversification est très précieuse dans le contexte d'un portefeuille à long terme.

Nous misons sur une surperformance des sociétés Value au Royaume-Uni en 2016

Parmi les actions britanniques, les sociétés Value assorties d'évaluations faibles et de rendements sur dividendes relativement élevés sont les plus susceptibles d'être récompensées par le marché.

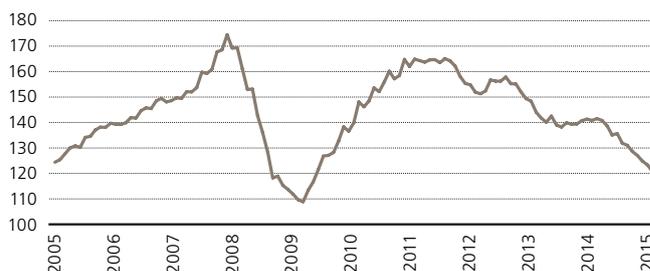
A l'image des Etats-Unis, l'économie britannique en est à un stade relativement avancé de son cycle. Nous pensons que la Banque d'Angleterre relèvera ses taux d'intérêt en 2016 (en mai selon notre scénario de base) et que l'exercice verra aussi les rendements des Gilt à 10 ans augmenter.

Dans ce contexte de hausse des rendements à 10 ans et à l'approche d'un durcissement monétaire, les actions Value devraient mener la danse étant donné que les investisseurs seront probablement moins disposés à payer pour la croissance pendant une phase de hausse des taux d'escompte.

Fig. 15

Au Royaume-Uni, les bénéficiés sont sous pression

Bénéficiés du MSCI UK sur les douze derniers mois (IBES)



Source : Thomson Reuters, au 13 novembre 2015

Suisse

Neutre

Bonne tenue du marché suisse dans un contexte chahuté

En janvier 2015, après la décision de la Banque nationale suisse de renoncer au taux plancher du franc suisse, les actions helvétiques ont décroché de 15% par rapport à leurs plus-hauts. A la fin du premier trimestre, toutefois, les actions suisses étaient en hausse sur l'année grâce à la dépréciation régulière du franc face au dollar US et à l'étonnante capacité de résistance des bénéfices des entreprises.

Le marché suisse a de nouveau abandonné du terrain en août, sur fond d'inquiétudes quant à la croissance des marchés émergents (qui génèrent un tiers des bénéfices des entreprises suisses). Favorisé par sa composition sectorielle relativement défensive, le marché suisse a toutefois surperformé ses concurrents internationaux.

Il a également participé au rebond mondial du quatrième trimestre, mais dans une moindre mesure que certains autres marchés internationaux plus cycliques. Le marché suisse sous-performe le marché mondial en cumul sur l'année, mais sa performance neutre reste impressionnante compte tenu des circonstances.

Les titres des secteurs de la consommation de base et de la finance ont surperformé le marché suisse dans son ensemble ; le secteur de la consommation discrétionnaire s'est révélé le principal frein à la performance.

La robustesse du franc suisse pèse sur les actions helvétiques

La soudaine envolée du franc suisse en janvier a fait chuter les actions suisses de 15% par rapport à leurs plus-hauts.

Ce décrochage a confirmé l'importance des évolutions des monnaies pour le marché suisse. Très international, il est composé d'entreprises qui génèrent environ le tiers de leurs bénéfices en Europe occidentale, un tiers sur les marchés émergents et un quart en Amérique du Nord.

Le franc suisse s'étant apprécié par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux du pays (en

particulier l'Europe et les marchés émergents), la croissance des ventes est pénalisée et les chiffres d'affaires ont diminué une fois exprimés en francs suisses.

L'impact négatif de la monnaie devrait s'atténuer en 2016, mais les investisseurs doivent être prêts à faire face à des déceptions à court terme en ce qui concerne les bénéfices. Nous leur conseillons donc d'éviter toute surexposition aux actions suisses.

Augmentation des bénéfices des entreprises suisses à moyen terme

Bien que la solidité du franc suisse provoque des déceptions à court terme coté bénéfices, les entreprises suisses montrent leur capacité de résistance et leurs chiffres d'affaires affichent une croissance modérée en monnaies locales. Une trop forte appréciation du franc suisse face à l'euro nous semble improbable en 2016 et nous pensons que la Banque nationale suisse interviendra pour prévenir toute envolée.

Dans ces conditions, nous anticipons une accélération de la croissance des bénéfices à moyen terme et considérons que les actions suisses peuvent représenter une composante solide et rentable des portefeuilles d'actions axés sur le long terme.

En outre, les dividendes demeurent l'un des piliers du rendement total des actions suisses. La majorité des entreprises ont augmenté leurs dividendes en 2015 ; nous prévoyons une nouvelle augmentation globale des versements de dividendes en 2016.

Les entreprises suisses de qualité offrent des opportunités

Sur le marché suisse des actions, nous apprécions les entreprises suisses de qualité versant des dividendes élevés ainsi que les moyennes capitalisations.

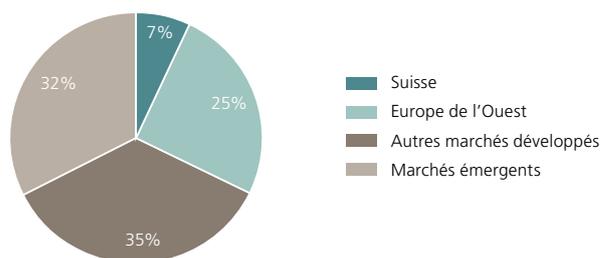
En 2015, l'abandon du cours plancher du franc suisse face à l'euro a ouvert une nouvelle ère de taux d'intérêt négatifs en Suisse, la Banque nationale suisse prélevant 0,75% par an sur les dépôts dans le pays. Cette mesure nous semble renforcer l'attrait des entreprises de qualité versant des dividendes élevés, c'est-à-dire celles dont les bénéfices sont pérennes, qui offrent un rendement élevé et ont un historique d'augmentation régulière des dividendes versés aux investisseurs.

En termes de segments, nous préférons les moyennes capitalisations suisses. En effet : (a) elles ont offert une croissance des bénéfices et des dividendes supérieure en termes historiques à celle des grandes comme des petites capitalisations (plus du double en termes de croissance des bénéfices sur les dix dernières années) ; (b) leurs bilans sont plus solides (47% affichent une trésorerie nette positive) ; et (c) leurs évaluations sont attrayantes, avec une prime de seulement 5% par rapport au marché dans son ensemble, inférieure donc à la moyenne à long terme de 12%.

Fig. 16

Les actions suisses sont très dépendantes des bénéfices réalisés à l'étranger

SMI selon les contributions estimées au résultat d'exploitation



Source : UBS, données d'entreprises, au 13 novembre 2015

Asie-Pacifique

Une année difficile pour l'Asie hors Japon

2015 aura été une année difficile pour les investisseurs en actions d'Asie hors Japon.

Après un début d'année correct, grâce notamment à une belle performance des actions de Hong Kong, le marché a subi des ventes massives à partir d'avril. Avec le recul des taux de change locaux, en particulier dans des pays d'Asie du sud-est comme la Malaisie, l'Indonésie et la Thaïlande, les rendements se sont retrouvés sous pression. Les actions ont également affiché une performance médiocre à Singapour, en Indonésie et à Taïwan sur fond d'inquiétudes portant respectivement sur le marché immobilier, les prix des matières premières et l'exposition à un ralentissement de la croissance mondiale.

On a même parfois craint une répétition de la crise de 1997. Malgré tout, au seuil de 2016, nous restons favorables à une surpondération des actions d'Asie hors Japon dans le cadre d'un portefeuille axé sur l'Asie. Les ventes massives qu'ont subies les marchés nous paraissent en effet exagérées au regard des fondamentaux macroéconomiques, bien plus solides qu'en 1997. En effet, la flexibilité des taux de change limite les risques d'accumulation de problèmes susceptibles de déboucher sur une crise, les marchés du travail continuent à bien se tenir et les prix de l'immobilier, bien qu'en recul, ne sont pas en train de s'effondrer.

Les évaluations devraient soutenir les marchés d'Asie hors Japon

Selon nous, les faibles niveaux d'évaluation actuels devraient être un facteur de soutien pour les actions d'Asie hors Japon. Les actions de la région affichent en effet un ratio cours/valeur comptable de 1,4, proche des plus bas de 2008.

Bien évidemment, les revenus ont de fortes chances de rester sous pression. La région devrait de nouveau enregistrer un ralentissement de la croissance en 2016, l'essoufflement de l'économie chinoise devant même être encore

plus marqué en 2016 qu'en 2015 selon notre scénario central. De plus, le sentiment risque d'évoluer de manière imprévisible, comme en 2015.

Il n'en demeure pas moins que les entreprises commencent à s'adapter avec succès à cette période de vaches maigres, en réduisant leurs coûts fixes et en ajustant leurs programmes d'investissement. Dans ces conditions, la génération de free cash-flows pourrait surprendre à la hausse même si la croissance des chiffres d'affaires reste décevante.

Opportunités sur les entreprises de la région APAC tournées vers l'international

La croissance en Asie étant appelée à encore ralentir en 2016, nous recommandons une concentration sur les entreprises bénéficiant d'opportunités de développement en dehors de la région.

Par exemple, à Hong Kong, l'affaiblissement du marché immobilier pénalise aussi bien l'économie que l'indice boursier. Les ventes au détail à Hong Kong même se sont inscrites en baisse pendant deux années consécutives. Nous pensons que les entreprises orientées vers les marchés internationaux devraient enregistrer une croissance des bénéfices supérieure à celle des sociétés axées sur le marché national.

À Singapour, la restructuration de l'économie est source de risques intérieurs spécifiques, mais la relative faiblesse

du dollar singapourien est un atout pour les exportateurs et les entreprises exposées au marché international. En Chine, les investisseurs devraient, selon nous, privilégier les nombreuses entreprises qui cherchent à se développer en dehors des frontières en raison des incertitudes entourant les perspectives de l'économie nationale.

Les marchés asiatiques peuvent offrir une protection

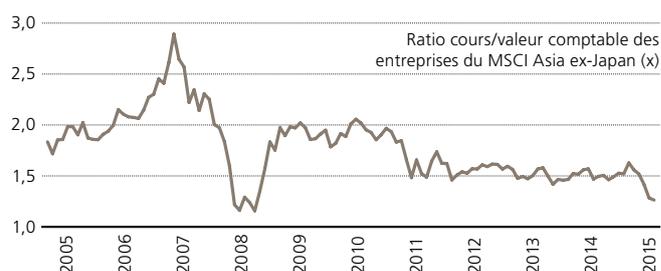
Selon nous, certains marchés asiatiques peuvent constituer un moyen efficace de se couvrir contre les risques liés à une exposition aux actions internationales.

En raison du volume des émissions de produits structurés, notamment en Corée et à Taïwan, les options de vente (qui offrent aux investisseurs une protection en cas de baisse du marché des actions) ont, selon nous, tendance à être décotées au regard de leur probabilité d'exercice.

Les investisseurs recherchant une « protection gratuite » peuvent envisager l'achat d'une protection bon marché sur un marché cyclique comme la Corée ou Taïwan en la finançant intégralement par la vente d'une protection relativement chère sur un marché plus défensif comme les Etats-Unis.

Fig. 17

Les actions asiatiques sont proches du creux de la vague



Source : Bloomberg, au 13 novembre 2015

Obligations



Carolina Moura-Alves, Head of Fixed Income Strategies
Douglas Rothstein, Head of Rates Strategies
Philipp Schoettler, Head of DM Credit Strategies
Michael Bolliger, Head of EM Asset Allocation

Nous prévoyons une hausse des rendements obligataires, dans le cadre de la transition mondiale vers un environnement de croissance légèrement plus rapide, d'inflation en hausse et d'augmentation des taux d'intérêt américains. Dans ce contexte difficile pour les obligations, nous sous-pondérons la classe d'actifs dans son ensemble, tout en notant des opportunités dans les segments du crédit européen à haut rendement et du crédit investment grade à court terme.

Revue des marchés obligataires en 2015

Les obligations investment grade ont connu une année relativement volatile dans la zone euro : au premier trimestre, l'annonce du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne, la chute des prix du pétrole et la baisse de l'inflation se sont traduites par de solides

performances, suivies par le plus mauvais deuxième trimestre connu par le marché depuis 1994. Au troisième trimestre, la performance a été inférieure à ce que l'on aurait pu attendre d'un marché hostile au risque. Les emprunts d'entreprise américains investment grade, en particulier, ont été confrontés à des obstacles techniques liés au niveau record des émissions,

mais les signes d'un report de la hausse du taux directeur de la Fed ont dopé les prix dans le courant de l'année. Au moment de la rédaction, les performances sont globalement neutres en USD comme en EUR.

De même, la performance des crédits américains à haut rendement devrait être globalement neutre cette année. La bonne performance du premier semestre, favorisée par une remontée des prix du pétrole, s'est étiolée au troisième trimestre, lorsque la baisse des prix de l'énergie et les inquiétudes suscitées par la croissance mondiale ont pesé sur les obligations sensibles à l'environnement économique. Moins exposés au secteur de l'énergie, les titres à haut rendement libellés en EUR ont affiché de meilleures performances.

Les obligations des marchés émergents se sont bien comportées, sur fond de ralentissement de la croissance dans la région. Leurs durées relativement longues se sont révélées favorables dans un monde toujours en quête de rendements, et les taux de défaillance sont restés contenus.

Nous sous-pondérons les obligations

Nous sous-pondérons les obligations par rapport aux actions dans notre allocation tactique des actifs.

Les rendements des obligations les plus sûres restent très faibles, et l'année prochaine pourrait être marquée par le relèvement des taux directeurs de la Fed. Dans notre scénario de base, nous anticipons un rendement total de 0% à -2% pour les obligations de haute qualité dans les six prochains mois. Bien que des rendements totaux très négatifs restent peu probables dans la zone euro, au Japon et en Suisse, compte tenu des politiques monétaires accommodantes de ces régions, le rapport risque-rendement

des obligations les plus sûres nous semble globalement dénué d'attrait.

La hausse des taux d'intérêt devrait limiter les rendements des emprunts d'entreprise investment grade également (1–2%). Les crédits à haut rendement, qui présentent davantage de risques, offrent de meilleures perspectives, mais leur rendement total devrait se limiter aux intérêts courants, et l'augmentation des taux de défaillance compense l'incidence positive liée à la contraction des écarts de taux.

Préférence pour les crédits en 2016

Les emprunts devraient afficher des performances relativement satisfaisantes en 2016. Ils constituent, selon nous, le segment le plus attrayant du marché obligataire. Nous surpondérons les emprunts d'entreprise investment grade et les emprunts européens à haut rendement par rapport aux obligations de haute qualité les plus sûres. Globalement, nous préférons les émetteurs des segments de qualité BBB à ceux notés B.

Le contexte économique, caractérisé par une croissance décente mais sans plus, devrait soutenir les emprunts en tant que classe d'actifs. La croissance est trop faible pour pousser les taux d'intérêt à la hausse de manière significative, mais suffisante pour induire une contraction des écarts de crédit et prévenir une augmentation sensible des défaillances.

Au sein du crédit, nous recommandons de mettre l'accent sur les obligations à échéances courtes libellées en USD : les obligations à échéances les plus longues devraient être très sensibles à la perception du marché quant aux perspectives des taux d'intérêt.

Les rendements vont augmenter

Nous anticipons une augmentation des rendements l'an prochain.

Bien que la demande structurelle dont bénéficient les emprunts d'Etat soit appelée à se maintenir, les taux d'intérêt devraient augmenter aux Etats-Unis comme au Royaume-Uni en 2016, ces deux économies semblant prêtes à atteindre leurs objectifs d'inflation d'ici la fin de l'année. Dans ce contexte, et dans un environnement d'accélération de la croissance et de l'inflation, nous anticipons une augmentation des rendements en 2016. Nous anticipons 2,5% pour les bons à 10 ans du Trésor américain et 2,3% pour les emprunts d'Etat britanniques (Gilts) à 10 ans.

Malgré une probabilité accrue de voir la Banque centrale européenne maintenir son programme d'assouplissement quantitatif au-delà de la date de septembre 2016 annoncée initialement, nous pensons qu'une augmentation des rendements est probable aussi dans la zone euro. Nous prévoyons une croissance nominale du PIB de 2,8% dans la zone euro en 2016, un niveau, à nos yeux, trop élevé pour justifier des rendements obligataires inférieurs à 1%. Nous anticipons 1,2% pour les

emprunts d'Etat allemands à 10 ans. En Suisse, une situation similaire nous conduit à prévoir une poursuite de la déflation en 2016, mais l'augmentation de la croissance devrait être suffisante pour ramener les rendements en territoire positif. Nous prévoyons 0,2% pour les emprunts de la Confédération suisse à 10 ans.

Duration

Privilégier les échéances à 5–7 ans

Il peut sembler tentant de réorganiser les portefeuilles obligataires en faveur des échéances courtes dans un environnement de hausse des rendements obligataires, ou de couvrir intégralement le risque de taux par le biais de swaps du genre taux fixe contre taux flottant. Si nous pensons que les emprunts investment grade offrent des opportunités tactiques sur les échéances courtes, nous recommandons toujours aux investisseurs de cibler une échéance moyenne de 5–7 ans sur le long terme, alors même que nous assistons à une transition vers un environnement de hausse des taux d'intérêt mondiaux.

Une échéance moyenne de 5–7 ans assure, selon nous, le meilleur équilibre entre rendements adéquats et protection du reste du portefeuille contre les chocs.

	Rendements (%)		Notation de crédit moy.	Rendement (%)	Ecart de crédit (pb)		Taux de défaillance (%)	
	2014	2015 ytd			Actuel	Moy. 10 ans	mobile 12m	Moy. 10 ans
Haute qualité USD (5–7 ans)	+5,5	+2,4	AA/AA+	2,4	49	77	0,0	env. 0
Haute qualité EUR (5–7 ans)	+8,7	+1,3	AAA	0,2	27	53	0,0	env. 0
Haute qualité CHF (5–7 ans)	+6,0	+3,3	AA/AA+	–0,3	47	69	0,0	env. 0
Obligations d'entreprises US	+4,4	+1,5	A-/BBB+	2,9	129	172	0,0	0,2
Haut rendement américain	+2,5	–1,5	B+	8,1	619	608	2,8	3,8
Haut rendement UE	+5,5	+3,1	BB-	5,2	483	642	0,2	2,4
Obligations souveraines ME	+7,4	+2,3	BB+/BBB-	6,1	387	322	0,0	0–1
Obligations d'entreprises ME	+5,7	+2,8	BBB-	6,0	387	305	3,1	2,5

Source: UBS, au 17 novembre 2015

Haute qualité

Les obligations de haute qualité vont sous-performer les actions

Avec la hausse prévisible des rendements, nous pensons qu'en 2016, les obligations les mieux notées sont appelées à sous-performer les actions comme les obligations de moindre qualité.

Nous prévoyons de hausses des taux d'intérêt aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, mais considérons que les obligations les mieux notées devraient être pénalisées dans toutes les monnaies en 2016 ; les performances les plus mauvaises devraient venir des obligations dont les rendements courants sont les plus faibles actuellement, à savoir celles de Suisse et de la zone euro.

Dans les six prochains mois, nous prévoyons des rendements totaux de -1,3% pour les obligations libellées en EUR, de -1,2% pour les obligations de haute qualité libellées en USD, et de -2,3% pour les obligations libellées en CHF.

Un rebond des obligations de haute qualité est-il envisageable ?

Nous prévoyons une augmentation des rendements et une performance médiocre des obligations de haute qualité dans notre scénario de base. Cela étant, nous devons reconnaître que cette prévision est sans doute celle qui a été faite le plus souvent par les analystes en investissements ces dernières années. En effet, les obligations les mieux notées ont dépassé les attentes de manière régulière.

Les obligations de haute qualité pourraient surprendre à nouveau, vu la fragilité de l'expansion économique, la prudence globale des banques centrales face à l'idée de relever les taux d'intérêt, et l'existence de pressions déflationnistes structurelles, tels que les capacités excédentaires en Chine et les évolutions technologiques.

Dès lors, bien que notre scénario de base table sur une augmentation des

rendements, nous pensons qu'ils seraient imprudent pour les investisseurs de trop miser sur cette hypothèse. Les perspectives sont moins favorables que par le passé, mais les obligations de haute qualité ont encore un rôle important à jouer dans la plupart des portefeuilles.

Obligations d'entreprise investment grade

Opinion positive sur les obligations d'entreprise

Nous surpondérons les crédits d'entreprise à court terme investment grade en dollar US à l'approche de l'année 2016. En 2015, les écarts de crédit se sont creusés pour atteindre leur niveau le plus marqué depuis 2012. Cela étant, nous attribuons ce phénomène à des facteurs techniques plutôt que fondamentaux.

Les écarts actuels de 110 pb sont attrayants dans le contexte de la croissance économique décente constatée récemment dans les pays développés. Nous recommandons de mettre l'accent sur les emprunts d'entreprise à échéances courtes, qui sont relativement insensibles aux évolutions des

taux d'intérêt, et pensons que les obligations des émetteurs de moindre qualité (par exemple notés BBB) sont plus avantageuses et devraient bénéficier de la demande des investisseurs institutionnels.

La hausse des taux menace les emprunts d'entreprise sur les échéances à plus long terme

L'environnement de faibles taux d'intérêt de ces dernières années a encouragé de nombreuses entreprises à sécuriser des coûts d'emprunt réduits sur le long terme. A cet effet, ils ont émis des obligations à échéances longues sur le marché. L'échéance moyenne des nouvelles émissions d'obligations investment grade américaines a plus que doublé ces dix dernières années (de 8,6 ans en 2005 à 17 ans en moyenne en 2015).

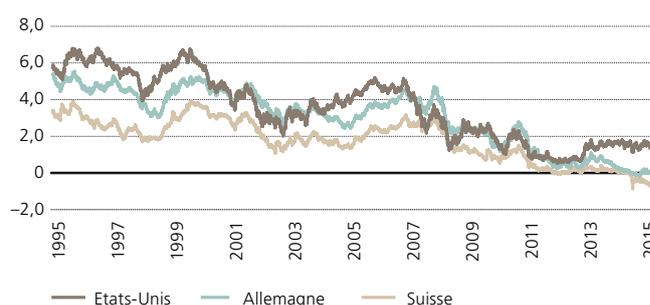
Nous sommes prudents à l'égard des perspectives de ces obligations investment grade à échéances longues, et recommandons aux investisseurs d'éviter toute surexposition au segment.

Les montants élevés émis et la volatilité accrue des taux d'intérêt ont déjà pénalisé ces obligations à échéances longues. Nous anticipons une poursuite de leur sous-performance, les investisseurs cédant les actifs obligataires sensibles aux taux d'intérêt et sûrs, en privilégiant les crédits à échéances plus courtes, les actions ou les placements en trésorerie. Même si les obligations à échéances longues

Fig. 18

Rendements en baisse continue

Rendements des emprunts d'Etat à 5 ans, en %



Source : Bloomberg, UBS, au 13 novembre 2015



constituent toujours des défis et restent soutenues en 2016, nous pensons que la forte volatilité inhérente à ces titres est généralement insuffisante pour justifier le risque de perte lié à leur détention.

Haut rendement

Opportunités sur le haut rendement européen

Nous pensons que les obligations européennes à haut rendement continuent d'être intéressantes à l'approche de 2016. Les rendements totaux des titres européens à haut rendement, soit environ 5%, sont attrayants selon nous. Nous prévoyons des rendements totaux de 3% dans les six prochains mois.

En outre, le cycle du crédit est encore relativement immature en Europe. La région a mis du temps pour se redresser après la débâcle financière de 2008 et la crise de la zone euro en 2011. Cela a nui à la rentabilité des entreprises, mais favorise les détenteurs d'obligations, l'endettement n'ayant pas augmenté autant que dans d'autres régions.

Par ailleurs, la Banque centrale européenne devrait maintenir ses taux d'intérêt à des niveaux proches de zéro (voire en dessous) dans un avenir prévisible, et la croissance économique devrait accélérer à nouveau en 2016. Les taux de défaillance des émetteurs à haut rendement européens devraient rester inférieurs à 2% au cours des douze prochains mois.

Vers une maturation du cycle des crédits à haut rendement ?

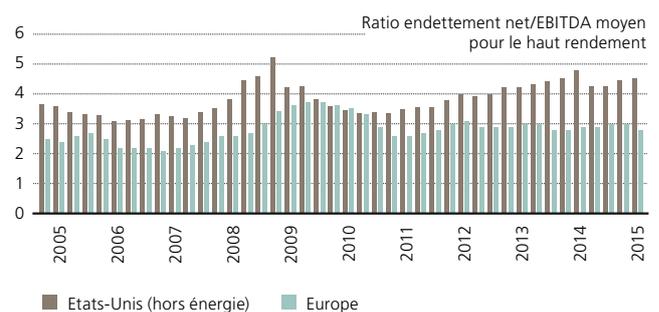
Nous pensons que la plupart des investisseurs ont intérêt à conserver une exposition stratégique aux obligations américaines à haut rendement. Cela étant, nous pensons que les taux de

défaillance vont augmenter en 2016, ce qui pourrait peser dans une certaine mesure sur la classe d'actifs.

Le cycle du crédit est relativement mature aux Etats-Unis. De plus en plus, les investissements ou les acquisitions sont financés par de nouvelles émissions obligataires. Si cette situation est potentiellement favorable à la croissance économique globale, elle tend à nuire à la qualité de crédit, car elle se traduit par une augmentation de l'endettement des entreprises. Le ratio endettement net/EBITDA des entreprises est passé de 3,2x en moyenne en 2010 à 4,9x cette année.

Fig. 19

Les Etats-Unis et l'Europe à des stades différents du cycle du crédit



Source : Bank of America, UBS, au 13 novembre 2015

Ce facteur, combiné à la diminution des flux de trésorerie des industries d'extraction du fait de l'affaiblissement récent des prix des matières premières, signifie selon nous que les taux de défaillance du haut rendement américain devraient augmenter pour s'approcher de 4,5% ces douze prochains mois.

Marchés émergents

Fondamentaux des obligations émergentes : sous pression

Si nous prévoyons une stabilisation de la croissance dans les marchés émergents en 2016, les taux de croissance sont plus faibles que dans le passé, des réformes structurelles sont nécessaires, et le désendettement du secteur privé n'a pas encore été mené à bien dans de nombreux pays. Dans ces conditions, les investisseurs doivent rester prudents à l'égard des emprunts d'Etat et des crédits d'entreprise des émetteurs des marchés émergents.

Leur rentabilité étant fragile, nous prévoyons une augmentation des taux de défaillance des entreprises des marchés émergents au premier semestre 2016 : la dépréciation des monnaies des marchés émergents, la faiblesse des prix des matières premières et une dynamique de croissance ralentie sont autant de facteurs qui continuent de miner la trésorerie des entreprises des ME. Les emprunts d'Etat pourraient afficher de meilleures performances, mais présentent d'autres vulnérabilités. On citera l'abaissement récent de la notation de crédit du Brésil, à un niveau inférieur à investment grade.

De plus, les emprunts d'Etat des marchés émergents sont généralement assortis de durées relativement longues. Ils pourraient donc être plus vulnérables que d'autres segments obligataires à une hausse des taux d'intérêt américains.

Les prix reflètent-ils la faiblesse des marchés émergents ?

Si la prudence à l'égard des titres de créance des marchés émergents se justifie à de nombreux égards, nous pensons que les écarts des emprunts d'entreprise et des emprunts d'Etat

des marchés émergents reflètent déjà, dans une large mesure, la détérioration des fondamentaux. Les écarts de crédit se sont creusés ces derniers mois, à 390 pb en ce qui concerne un panier diversifié d'émetteurs souverains et d'entreprises.

Même si un premier semestre 2016 agité est à prévoir, nous anticipons une stabilisation de la croissance globale des marchés émergents en 2016. Une stabilisation des prix des matières premières pourrait également favoriser certains émetteurs parmi les plus vulnérables.

Notre positionnement est donc neutre à l'approche de 2016, et nous conservons une exposition stratégique à la classe d'actifs. L'attrait des rendements courants compense un contexte fondamental incertain dans la région.

Asie-Pacifique

Opportunités de performance limitées pour les crédits APAC

Nous prévoyons une évolution en sourdine des rendements totaux du crédit Asie-Pacifique, en particulier par rapport aux actions. Ils semblent afficher un niveau correct aux écarts actuels, mais les moteurs de croissance à court terme manquent.

Les crédits de la région devraient souffrir des inquiétudes quant à l'incidence d'une hausse des taux d'intérêt aux

Etats-Unis, et les opportunités d'appréciation des prix nous semblent minimes dans cet environnement. La Malaisie et l'Indonésie devraient être les pays les plus vulnérables en 2016 : toutes deux comptent sur des financements étrangers et une hausse des prix des matières premières pour assurer leur liquidité et leur solvabilité.

Chine : le bon élève dans le domaine des crédits

La Chine nous semble être le bon élève de la classe sur le marché des crédits asiatiques.

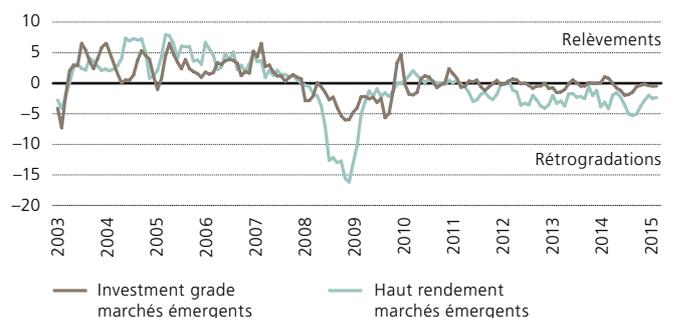
Les autorités ont déjà diminué les taux d'intérêt à plusieurs reprises pour réduire le coût du financement des entreprises. Les émetteurs chinois à haut rendement du secteur de l'immobilier nous semblent bénéficier de perspectives particulièrement favorables, une fois leurs stocks excédentaires résorbés au premier semestre 2016. Ils devraient notamment bénéficier de l'augmentation des dépenses de construction et de la remontée des prix des logements.

Nous prévoyons également une diminution des émissions en 2016, ce qui devrait soutenir le marché d'un point de vue technique. En 2014, les émissions asiatiques avaient atteint le niveau record de 190 milliards d'USD. En 2015, le total des émissions devrait être de 140 milliards d'USD en fin d'année, et nous prévoyons une baisse similaire en 2016 (à environ 100-120 milliards d'USD).

Fig. 20

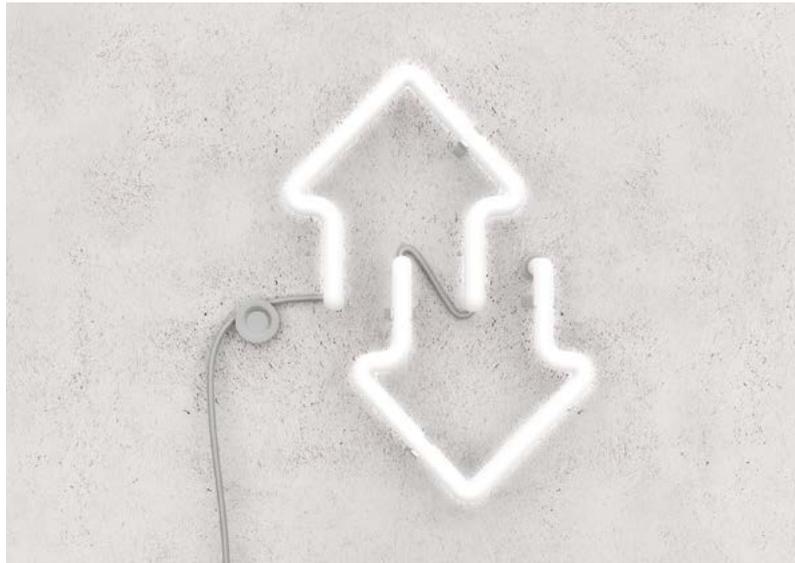
Les notations de crédit des marchés émergents sont sous pression

Evolution des notations des titres investment grade et à haut rendement des marchés émergents



Source : Bank of America, UBS, au 13 novembre 2015

Placements alternatifs



Simon Smiles, Head of UHNW & Alternatives
Andrew Lee, Deputy Head of UHNW & Alternatives
Nils Beitlich, Head of Funds
Karim Cherif, hedge fund strategist

A mesure que notre monde exécute une transition vers un environnement de rendements plus faibles, les placements alternatifs sont, selon nous, appelés à jouer un rôle de plus en plus important dans les portefeuilles. En 2016, nous pensons que les investisseurs auraient intérêt à se diversifier à travers un portefeuille de hedge funds bien équilibré, géré selon différentes stratégies.

Hedge funds

Une année mitigée pour les hedge funds

2015 aura été une année plutôt difficile pour les hedge funds sur fond de faiblesse des rendements sur les marchés internationaux des actions et de plusieurs événements spécifiques ayant pesé sur des titres individuels détenus par un grand nombre d'investisseurs. A l'heure où nous écrivons, l'indice HFRI Fund of Funds Composite affiche une performance étale depuis le début de l'année.

Les rendements ont été affectés en partie par la troisième plus mauvaise année de la décennie pour les marchés des actions. Cela a particulièrement pénalisé le style equity hedge (étale en cumul annuel).

Les fonds macro ont, quant à eux, bien commencé l'année, mais ont souffert à partir d'avril lorsque la tendance haussière qui durait depuis un certain temps déjà sur les marchés des actions et des obligations souveraines s'est inversée et que les matières premières ont donné des signes indiquant qu'elles se rapprochaient d'un niveau plancher (-1,5% depuis le début de l'année).

Les fonds event-driven ont également connu un bon début d'année avant d'être plombés par la faible performance enregistrée en août et septembre par certains titres du secteur de la santé détenus par de nombreux investisseurs.

Style	Performance 2014	Perf. 2015 en cumul annuel
Equity hedge	+1,8	+0,0
Stratégies événementielles	+1,1	-1,7
Macro	+5,6	-1,5
Valeur relative	+4,0	+1,2
Fonds de fonds HFRI	+3,4	-0,1

Source : UBS, au 17 novembre 2015

Opportunités dans les hedge funds

Nous pensons que les hedge funds pourraient dégager des rendements corrigés du risque plus intéressants en 2016 qu'en 2015.

En 2016, l'environnement devrait en effet être plus favorable aux gérants de hedge funds grâce aux évolutions structurelles sur le plan macroéconomique. En particulier, la normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis, l'assouplissement monétaire en cours en Europe et au Japon et la baisse de la demande chinoise devraient se traduire par des divergences entre régions et secteurs au sein des différentes classes d'actifs.

Cela devrait donner lieu à de belles opportunités. Toutefois, pour les saisir, il conviendra d'adopter une approche d'investissement plus thématique et tactique et de privilégier les véhicules de placement gérés activement, permettant une plus grande réactivité aux changements. Le retour de la volatilité à ses moyennes de long terme devrait également créer des opportunités d'arbitrage dont certains gérants pourraient profiter.

Nous tablons sur des rendements de 4 à 6% en 2016 pour la classe d'actifs dans son ensemble. Un portefeuille bien diversifié, investi sur plusieurs gérants opérant selon des approches et des styles différents, est le meilleur moyen de profiter des atouts uniques des hedge funds.

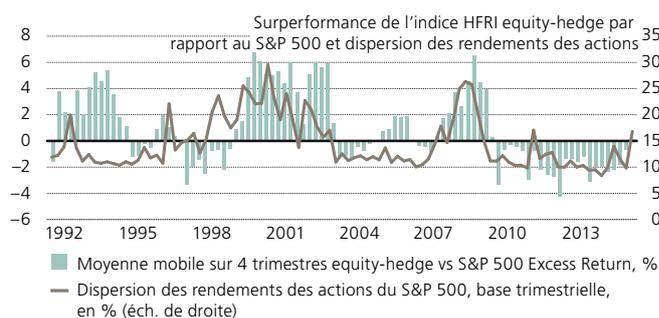
Risques pesant sur les hedge funds en 2016

Comme on a pu le constater en 2015, les gérants ont des difficultés à affronter les corrections sévères et inattendues suivies de reprises en forme de V sur les marchés des actions. Les stratégies très directionnelles axées sur les actions, dont les rendements sont plus dépendants du bêta du marché que de l'alpha, pourraient souffrir dans un tel contexte.

Dans le domaine du crédit, la profondeur et la liquidité du marché restent des sources de problèmes potentiels. Les gérants visant à capter les primes d'illiquidité sur les obligations pourraient être confrontés temporairement à un risque en cas de rupture importante, mais ce n'est pas là notre scénario de base.

Fig. 21

Les fonds equity-hedge se comportent bien lors des périodes de forte dispersion des rendements



Source : Bloomberg, UBS, au 13 novembre 2015

Marchés privés

Tirer parti des revirements

Au sein des marchés privés, nos stratégies de prédilection consistent à investir à long terme dans les domaines actuellement peu prisés des marchés cotés.

En private equity, le capital-développement dans les marchés émergents reste un bon moyen d'accéder aux secteurs moins accessibles via des instruments liquides. Les valorisations des marchés émergents sont attrayantes après quelques années difficiles pour la croissance, laquelle devrait selon nous se stabiliser en 2016.

Au niveau de la dette privée, nous identifions des opportunités d'achat de créances douteuses dans le cadre du processus de désendettement des banques en Europe. La croissance de la zone euro a réservé de bonnes surprises en 2015 et nous prévoyons une accélération continue en 2016.

Parmi les actifs réels, nous favorisons les actifs américains de l'acheminement (midstream) ou actifs du secteur de l'énergie en difficultés, lesquels pourraient afficher des valorisations faibles grâce à l'effondrement des cours pétroliers ces dernières années. Nous pensons que le prix du pétrole se stabilisera et se redressera en partie en 2016.

De possibles vents contraires en fin de cycle

Nous sommes prudents à l'égard des nouveaux investissements visant de larges acquisitions par effet de levier (LBO) car l'activité du marché nous semble en effervescence. Les valorisations du marché secondaire sont élevées, les prix d'achat moyens pour les nouveaux LBO aux Etats-Unis et en Europe s'inscrivent à des ratios VE/EBITDA historiques de 10,3x et 9,0x respectivement. Les capitaux en at-

tente d'investissements s'inscrivent actuellement à leur niveau de 2006 (antérieur au pic), mais concernent davantage les grands fonds qui ciblent des sociétés de taille importante, ce qui crée un environnement compétitif pour les grandes capitalisations.

Dans l'ensemble, ces facteurs suggèrent qu'il pourrait être plus favorable de vendre des actifs existants que d'apporter des capitaux frais. Le capital-risque late stage et les fonds secondaires comptent toujours parmi les stratégies que nous apprécions le moins.

Investissements à long terme dans l'oncologie

Les marchés privés offrent des opportunités de placement à long terme attrayantes dans le secteur de la santé, surtout au vu de la volatilité élevée dont ont récemment fait l'objet les actions cotées du secteur. Nous apprécions particulièrement l'oncologie, la branche médicale spécialisée dans le traitement du cancer à laquelle on peut accéder au moyen de fonds de capital-investissement en phase précoce.

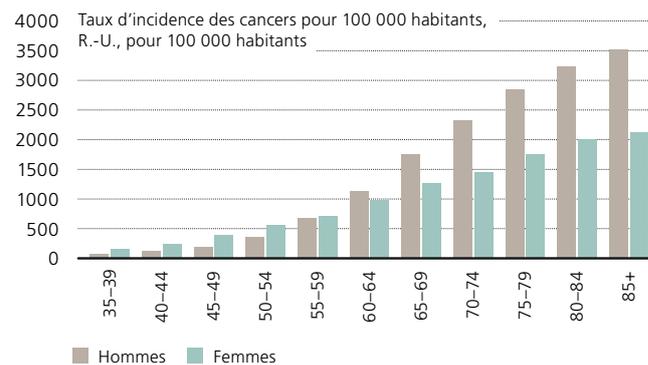
Les investissements à risque dans l'oncologie présentent un potentiel de rendements attrayants et d'impact social positif, l'objectif consistant à rendre les soins aux patients plus efficaces et moins douloureux grâce à la médecine prédictive, à des moyens innovants d'administration des traitements ainsi qu'aux thérapies géniques et aux vaccins.

Les investissements se concentrent surtout sur la phase initiale du développement car les grandes entreprises confient souvent l'exploration à des start-ups et n'acquièrent ou ne forment des partenariats qu'ultérieurement avec les développeurs de produits les plus prometteurs.

Rares sont les gérants de capital-investissement qui se concentrent exclusivement sur l'oncologie du fait des connaissances hautement spécialisées requises. Ils investissent plutôt dans les domaines plus vastes des soins de santé ou de la biotechnologie. Au cours des douze dernières années, 751 fonds ont investi au moins une fois dans le secteur de l'oncologie, selon Pitchbook, tandis que seuls 125 d'entre eux ont procédé à dix investissements ou plus. Preqin n'identifie que trois gérants qui se concentrent exclusivement sur ce domaine.

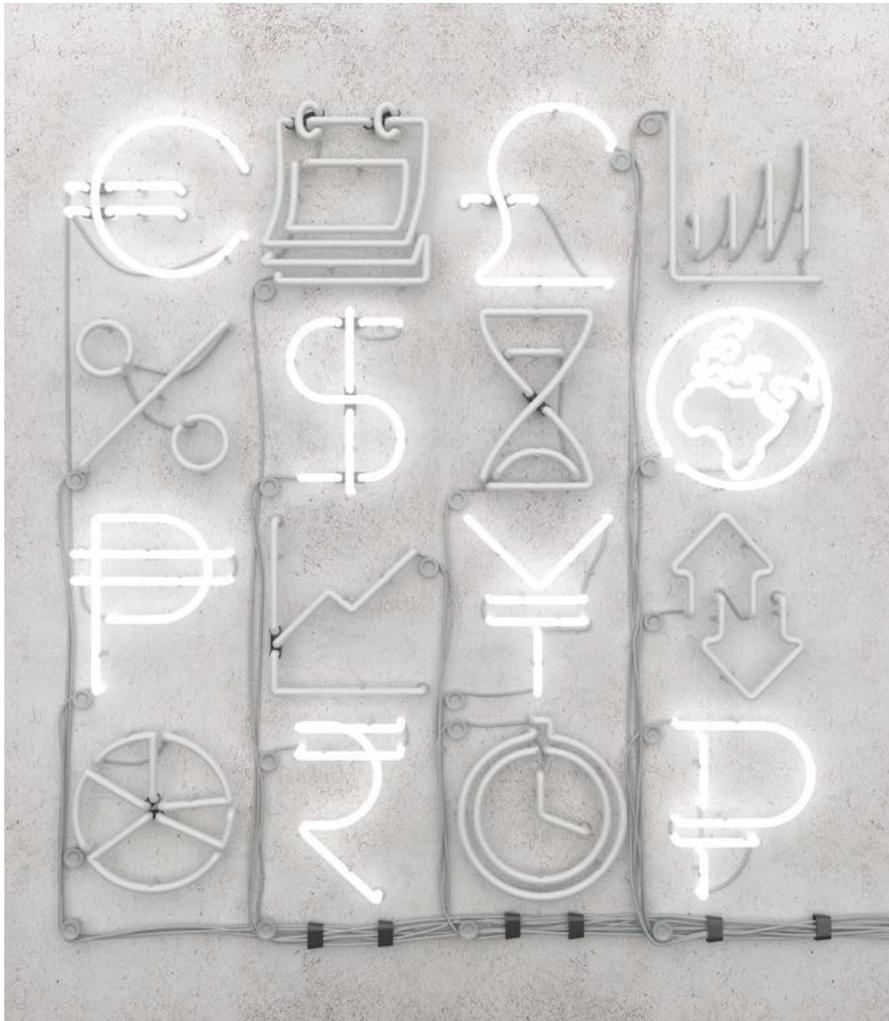
Fig. 22

Oncologie : les taux de cancer augmentent nettement avec l'âge



Source : Cancer Research UK, au 13 novembre 2015

Monnaies



*Tom Flury, Head of FX Strategies
Constantin Bolz, FX strategist*

Le dollar devrait rester solide sur l'essentiel de l'année 2016 sur fond de durcissement des taux de la Fed, mais il pourrait se rapprocher de la fin de son envolée. Parallèlement, nous misons sur une faiblesse de l'euro à court terme à mesure que la BCE étend sa politique monétaire accommodante. La couronne norvégienne et le dollar canadien devraient bien se comporter en 2016.

Dollar américain – la fin de l'envolée est proche

Après une appréciation de 10% environ pondérée des échanges commerciaux en 2015, le dollar américain a atteint un sommet, sur une base pondérée des échanges commerciaux, depuis plus de dix ans.

Nous pensons que sa vigueur se maintiendra au premier semestre 2016. Le chômage américain est désormais suffisamment faible pour que la Réserve fédérale puisse relever ses taux d'intérêt en 2016, alors que la BCE et la Banque du Japon semblent plus disposées à assouplir qu'à durcir leur politique.

Cela dit, nous sommes d'avis que toute appréciation autour des premiers tours de vis monétaires pourrait sonner le glas de la tendance haussière du billet vert. La valeur de l'USD semble exagérée sur la base de la parité du pouvoir d'achat (nous pensons que 1,25 face à l'euro est juste) et certains responsables de la Fed se sont montrés inquiets de l'impact potentiel de la vigueur du dollar sur les exportateurs et l'inflation.

Nous pensons que l'EUR/USD tombera à 1,05 au cours des trois prochains mois, avant de remonter à 1,10 au cours des douze prochains mois.

Euro – l'assouplissement baissier

Après avoir plongé de plus de 10% sur une base pondérée des échanges commerciaux au premier trimestre 2015 suite à l'annonce de la Banque centrale européenne relative à l'assouplissement quantitatif, l'EUR s'est montré globalement stable sur le reste de l'année.

Nous prévoyons un autre repli à court terme. A l'heure actuelle, rien n'incite la BCE à restreindre l'assouplissement monétaire. Le chômage demeure élevé et l'inflation faible. Mario Draghi, le président de la BCE, a récemment indiqué que la politique monétaire à

court terme pourrait devenir encore plus accommodante.

A plus long terme, nous estimons que l'EUR/USD serait proche de son plancher à 1,05. Il est d'ores et déjà sous-évalué d'environ 15% face à l'USD et de 10% face à la GBP sur la base de la parité du pouvoir d'achat et, à long terme, la faiblesse persistante de l'inflation dans la zone euro devrait profiter à la monnaie unique.

La livre sterling poursuit son chemin

Après une autre année d'appréciation (+7% sur une base pondérée des échanges commerciaux) en 2015, la livre sterling s'inscrit à un sommet depuis 2008, date à laquelle la crise bancaire a déclenché un rapide déclin.

Nous estimons que la GBP s'appréciera probablement, surtout face à l'EUR. Comme les Etats-Unis, le Royaume-Uni se prépare à une normalisation de ses taux d'intérêt. Face à la croissance solide du PIB, à la vigueur du marché de l'immobilier résidentiel et à la baisse du chômage, les taux d'intérêt de crise ne sont plus nécessaires.

Quoi qu'il en soit, la Banque d'Angleterre se montrera probablement prudente en l'absence de menace inflationniste immédiate et face aux signes de ralentissement modéré de la croissance au Royaume-Uni ces derniers mois. Dans un tel contexte, la livre ne

devrait pas s'apprécier autant en 2016 que ces dernières années.

Franc suisse – après le plancher

Après s'être envolé début 2015 suite à l'abandon par la Banque nationale suisse du taux plancher face à l'euro, le CHF s'est retrouvé coincé dans une marge de fluctuation plus faible face à la monnaie unique et s'est régulièrement affaibli par rapport aux autres grandes monnaies depuis lors.

Nous pensons que le franc continuera d'évoluer dans une fourchette étroite face à l'euro en 2016. D'un côté, la monnaie suisse ne devrait pas se déprécier face à l'euro tant que la Banque centrale européenne conservera une politique accommodante. De l'autre, l'économie helvétique a montré certains signes de tension même si elle a relativement bien résisté dans un contexte de vigueur de la monnaie. Les responsables de la BNS ont laissé entendre qu'ils chercheraient à compenser l'impact sur le franc suisse d'un nouvel assouplissement quantitatif de la BCE.

Selon nous, la marge de fluctuation de l'EUR/CHF en 2016 oscillera entre 1,05 et 1,10.

Le yen japonais – un nouvel affaiblissement modeste

En 2015, le JPY a évolué au sein d'une marge de fluctuation très limitée face à l'USD, s'appréciant au total de 3% sur

une base pondérée des échanges sur l'année entière après une dépréciation massive au cours des années précédentes.

En 2016, nous misons sur un nouvel affaiblissement modeste. La politique monétaire japonaise demeurera favorable à un yen faible, l'inflation est restée bien inférieure à l'objectif du gouvernement et il est peu probable qu'elle grimpe jusqu'à son objectif de 2% en 2016.

Mais l'ampleur d'une nouvelle dépréciation est limitée par l'importance de la chute du yen ces dernières années. Nous estimons la parité du pouvoir d'achat du JPY face à l'USD à 78, un niveau bien supérieur à celui d'aujourd'hui et à long terme, comme avec l'EUR, la faiblesse des taux d'inflation devrait être favorable à la monnaie nipponne.

Les autres membres du G10

Le dollar canadien a souffert du repli du prix du pétrole et s'échange actuellement à un niveau proche de son plus bas sur plus de dix ans face au dollar. Nous misons sur des cours pétroliers plus stables en 2016 et la monnaie canadienne est maintenant sous-évaluée face à l'USD.

Parallèlement, la couronne norvégienne devrait connaître un rebond significatif en 2016 à mesure que l'économie se remet du récent ralentissement et que le cycle d'assouplissement tire à sa fin. Ailleurs, nous pensons que la couronne suédoise continuera à osciller au sein d'une marge de fluctuation face à l'euro. La Riksbank souhaite vivement éviter une appréciation nuisible.

Nos perspectives quant aux dollars australien et néo-zélandais sont négatives au vu du ralentissement de la demande de matières premières en Chine et de ses effets sur les matériaux de base clé et les prix des produits laitiers. Après des dépréciations

Prévisions concernant les monnaies sélectionnées

Monnaie	Comptant	12m	PPA	Monnaie	Comptant	12m
EURUSD	1.07	1.10	1.25	USDCNY	6.37	6.80
EURCHF	1.08	1.10	1.24	USDZAR	14.3	13.9
USDCHF	1.01	1.00	0.99	USDTRY	2.88	3.20
EURGBP	0.70	0.70	0.77	USDINR	66.0	68.5
GBPUSD	1.52	1.58	1.62	USDIDR	13732	15750
USDJPY	123	124	78	USDTRY	2.88	3.20
AUDUSD	0.71	0.65	0.69	USDZAR	14.3	13.9
USDCAD	1.33	1.22	1.22	USDMXN	16.8	16.0
EURNOK	9.29	8.50	9.49	USDBRL	3.83	4.30

Source : UBS, situation au 17 novembre 2015

pondérées des échanges commerciaux de 10% et 8% respectivement en 2015, les évaluations sont désormais plus justes, mais nous sommes d'avis qu'un nouvel affaiblissement reste possible en 2016 lorsque l'offre de matières premières sera revue à la baisse.

Monnaies des marchés émergents – encore sous pression

Après une année 2015 particulièrement mauvaise pour les monnaies des marchés émergents, 2016 sera probablement meilleure, mais seulement modérément.

Les monnaies des marchés émergents ont tendance à s'apprécier lorsque la croissance du PIB est solide et que l'écart par rapport aux marchés développés est large ; lorsque les prix des matières premières sont robustes et en hausse ; et lorsque le repli des taux d'intérêt dans le monde développé pousse les capitaux vers les marchés émergents.

Pour 2016, nous misons sur une amélioration du PIB du monde émergent, mais modeste seulement (à 4,3% contre 4,1%), tandis que l'écart par rapport aux marchés développés sera relativement faible (2,1%). Les prix des matières premières semblent bien partis pour se redresser, mais la reprise sera plutôt atone et ils ne devraient pas renouer avec leurs précédents plafonds. Enfin, les nations émergentes auront plus de mal à attirer des capitaux face la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis.

Aussi pensons-nous que les monnaies des marchés émergents resteront sous pression.

Asie Pacifique – perspectives négatives

Notre opinion des monnaies de la région APAC reste globalement négative en 2016, après une année 2015 marquée par la baisse de la plupart de ces monnaies face à l'USD.

Les événements en Chine, pays qui représente près de la moitié du PIB de la région, seront déterminants. Nous pensons qu'elle diminuera à nouveau ses taux d'intérêt, si nécessaire, pour doper son économie. De telles mesures nuiraient à l'attrait du CNY et pourraient inciter d'autres pays à lui emboîter le pas. Nous prévoyons une poursuite de la baisse du yuan, à 6,8 CNY d'ici fin 2016.

La roupie indonésienne et le ringgit malaisien sont les deux monnaies les plus vulnérables de la région. La forte inflation et le déficit commercial de l'Indonésie constituent des désavantages structurels. Quant à la Malaisie, il lui est difficile de soutenir sa monnaie en cas de crise, vu ses réserves de change limitées et en diminution. Un rebond des prix du pétrole en 2016 serait le bienvenu à cet égard.

Le peso philippin figure parmi les monnaies plus attrayantes. Nous pensons que la monnaie résistera mieux dans un contexte de hausse des taux d'intérêt américains, la stabilité de la balance courante et les perspectives de croissance interne solide des Philippines jouant en faveur du peso.

Indexations interrompues

L'année 2015 a été marquée par l'abandon de plusieurs indexations, plafonds et planchers de taux de change, notamment en Suisse, en Chine, au Kazakhstan et au Vietnam.

Avant l'interruption d'une indexation, la volatilité est faible, c'est-à-dire qu'il est souvent « bon marché » d'investir dans le potentiel d'un tel décrochage. Si elle se concrétise, la volatilité et les rendements peuvent dès lors être démesurés. Cela dit, les investisseurs sont priés de noter que le « timing est crucial » et que toute prime dépensée ou tout report payé pour miser sur l'interruption d'une indexation sera perdu(e) si cette dernière est maintenue.

Les options sur le dollar de Hong Kong et le rial d'Arabie saoudite ont récemment mis au jour une probabilité accrue d'interruptions de leurs indexations, même si nous considérons encore les deux événements comme peu probables l'an prochain.

Fig. 23

Nouvelle baisse en perspective pour l'EUR, mais le plancher se rapproche

EUR/USD compte tenu des prévisions et des estimations de la parité de pouvoir d'achat



Source : Bloomberg, UBS, au 13 novembre 2015

Matières premières



Dominic Schnider, Head of Commodities
Wayne Gordon, Commodities analyst
Giovanni Staunovo, Commodities analyst

Nous prévoyons une stabilisation des prix des matières premières en 2016, puis une hausse modérée. Le pétrole brut devrait tirer la hausse, mais une poursuite de la décélération de l'économie chinoise pourrait maintenir les prix des métaux à des niveaux déprimés. Nous tablons sur une embellie des perspectives de l'or en 2016, les taux d'intérêt réels des Etats-Unis s'enfonçant davantage en territoire négatif.

Pétrole – une année plus favorable

Les prix du pétrole, qui semblaient avoir trouvé leur plancher au premier semestre 2015, ont à nouveau perdu du terrain au second semestre, face aux inquiétudes suscitées par un excès d'offre durable et par la baisse de la demande chinoise. A la date de rédaction, le Brent était en baisse de plus de 20% en cumul annuel.

Nous tablons sur une stabilisation puis un rebond partiel des prix du pétrole en 2016. Nous prévoyons un prix de 63 USD/baril pour le Brent à un horizon de 12 mois, et de 60 USD/baril pour le brut WTI.

Le faible niveau des prix a entraîné une baisse des investissements pétroliers dans le monde entier, notamment pour les puits de pétrole de schiste américains. De ce fait, nous prévoyons une contraction de la production hors OPEP d'au moins de 0,3 million de barils par jour (mbpj) en 2016.

Dans le même temps, la demande pétrolière devrait rester soutenue, les automobilistes changeant leurs habitudes dans un contexte de carburant bon marché : ils roulent davantage et achètent des véhicules consommateurs d'énergie. Nous prévoyons une augmentation de la consommation de pétrole de l'ordre de 1,1 à 1,2 mbpj en 2016. Cela devrait presque permettre d'éliminer l'excédent actuel sur le marché d'ici au second semestre 2016.

Or – prix plancher

Favorisé par l'annonce d'une nouvelle politique d'assouplissement quantitatif de la part de la Banque centrale européenne, le prix de l'or avait pris un bon départ début 2015, avant de reculer par la suite. A l'heure où nous écrivons, le prix de l'or avait abandonné 8,6% depuis début janvier, soit une troisième année consécutive de baisse.

La Fed va probablement relever les taux d'intérêt, mais l'inflation devrait augmenter plus rapidement (passant de 0,2% à 1,6% aux Etats-Unis, par exemple), ce qui contribuera à renforcer l'attrait de l'or en termes relatifs. Les banques centrales de certains marchés émergents pourraient également favoriser un mouvement de hausse.

Cela dit, les signes d'une augmentation rapide de l'inflation étant limités, et en l'absence de dynamique d'achat

du côté des ETF, il est difficile d'envisager une hausse significative. Nous prévoyons des prix relativement stables en 2016 : notre objectif de cours à 12 mois est de 1100 USD l'once.

Métaux industriels

Les métaux industriels ont à nouveau été à la peine en 2015, la demande chinoise n'ayant pas répondu aux attentes. Désormais 50% inférieurs à leur pic de 2011, les prix sont proches des planchers de 2008. La plupart des métaux industriels se négocient à des cours inférieurs au coût de production.

Malgré cela, nous prévoyons une hausse des prix légère seulement en 2016. Des réductions de l'offre restent nécessaires pour rééquilibrer le marché. La croissance de la demande chinoise devrait continuer de stagner. Le cuivre et le minerai de fer sont les plus menacés.

Denrées agricoles – pas de quoi pavoiser

Les prix des denrées agricoles ont chuté en 2015 pour la troisième année consécutive. L'indice Bloomberg est en baisse de 11% en cumul annuel. La forte hausse induite par la sécheresse de l'été 2012 n'est plus qu'un souvenir : les prix ont dévissé de près de 50% depuis lors.

Nous pensons toutefois que le pire est derrière nous et que les prix se stabiliseront en 2016, pour des rendements de l'ordre de 2 à 3% en moyenne. Les perturbations climatiques liées au phénomène El Niño pourraient faire grimper les prix de l'huile de palme. Par contraste, le soja pourrait connaître de nouveaux excédents. La production brésilienne devrait enregistrer un nouveau record, à plus de 100 millions de tonnes, et les stocks sont considérables.

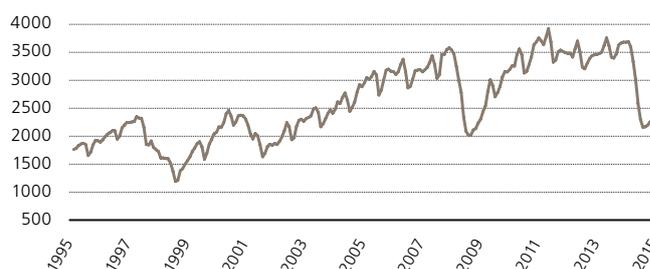
Matière première	Unité	Cours		Rendement lié au cours (%)	
		Prévision à 12 mois	à 12 mois	2014	2015 en cumul annuel
Brut Brent	USD/baril	43,6	63	-48,3	-23,9
Brut WTI	USD/baril	40,3	60	-45,9	-24,4
Or	USD/once	1086	1100	-0,4	-8,6
Platine	USD/once	861	1000	-11,8	-29,1
Argent	USD/once	14,3	13	-17,5	-9,1
Cuivre	USD/t	4706	4500	-16,8	-25,2
Minerai de fer	USD/t	46	45	-47,1	-35,0
Maïs	USD/boisseau	3,67	4,2	-5,9	-9,4
Blé	USD/boisseau	4,95	5,2	-2,6	-16,3
Soja	USD/boisseau	8,55	8,2	-22,3	-16,2
Cacao	USD/t	3369	2800	+7,4	+15,8
Huile de palme	MYR/t	2300	2600	-12,8	-6,9

Source : UBS, au 17 novembre 2015

Fig. 24

La baisse de l'offre contribuera à stabiliser le marché pétrolier en 2016

Nombre total de forages rotary de pétrole et de gaz dans le monde (chiffres de Baker Hughes)



Source : Bloomberg, UBS, au 13 novembre 2015

Immobilier



Claudio Saputelli, Head of Global Real Estate
Matthias Holzhey, Head of Swiss Real Estate Investments

La situation a beaucoup changé depuis la crise financière, mais en moyenne les prix de l'immobilier sont désormais supérieurs aux pics enregistrés avant la crise. Le boom immobilier est particulièrement net dans certains cas. Londres et Hong Kong sont sujets au risque de correction le plus élevé. Zurich et Genève ne semblent que légèrement surévalués, alors que New York semble être au juste prix.

UBS Global Real Estate Bubble Index

L'UBS Global Real Estate Bubble Index combine des mesures d'évaluation des prix immobiliers et des indicateurs d'activité sur le marché, et les compare aux normes à long terme des villes concernées.

La composante prix/revenus mesure le nombre d'années de revenu brut nécessaires pour acheter un logement de 60 m² en centre-ville. A Londres, 14 ans sont nécessaires, et 5 ans seulement à Francfort.

Le ratio prix/loyers mesure le coût d'achat d'un appartement par rapport au coût d'une location. Le ratio va de 30 ans à Zurich, Vancouver, Hong Kong et Genève à 20 ans ou moins à Amsterdam, San Francisco, Boston et Chicago.

L'indice comprend également des mesures permettant de détecter l'orientation du marché, par exemple l'évolution du ratio crédits immobiliers existants/PIB et l'évolution de la part de la construction dans le PIB.

Enfin, nous mesurons les prix des biens urbains par rapport au reste du pays, ce qui permet de voir si une métropole diverge par rapport aux régions avoisinantes.

Londres et Hong Kong semblent les plus surévaluées

Le niveau record du ratio prix/revenus de Hong Kong, soit 21, et son ratio prix/loyers de 33, indiquent un risque élevé de correction. Dopé par le boom du crédit, le marché immobilier résidentiel de Hong Kong s'est relativement bien comporté pendant comme après la crise financière. N'ayant jamais corrigé à long terme, les prix immobiliers dépassent désormais de 60% ceux de 2006, et de près de 200% ceux de 2003. Par contraste, les loyers n'ont augmenté que de 35% en termes réels.

Londres apparaît encore plus exposée, avec le score le plus élevé pour notre indice dans le monde entier. En termes réels, les prix immobiliers londoniens sont de 6% supérieurs à leur pic de 2007, alors que les prix ont diminué de 18% au niveau national. La divergence du marché immobilier londonien par rapport au reste du Royaume-Uni est encore plus marquée si l'on considère que les revenus réels moyens ont diminué de 7% à Londres et dans l'ensemble du Royaume-Uni pendant cette même période.

Pas de bulle à Zurich, Genève et New York

Le score de Zurich selon l'indice UBS Bubble indique une légère surévaluation. Les prix ont augmenté de 25% ces cinq dernières années, alors que les loyers et les revenus ont stagné. Cela dit, les prix ont augmenté à un rythme moins soutenu plus récemment, tout comme le marché immobilier suisse en général. A Genève, les prix des logements ont chuté de 5% au cours des trois dernières années, alors que les prix ont augmenté dans l'ensemble du pays.

Les scores obtenus par le marché résidentiel de New York indiquent que les prix sont à la juste valeur. En termes réels, l'immobilier a touché son niveau plancher à New York en 2012, après une sévère correction au cours des cinq ans qui ont suivi la crise des prêts subprime. Malgré le rebond récent, le prix d'un logement en termes ajustés de l'inflation est actuellement plus de 25% en-dessous du pic de 2006. Les ratios prix/revenus et prix/loyers sont tous deux repassés à leurs moyennes historiques.

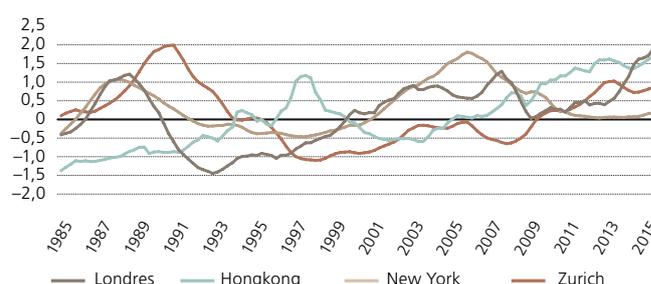
Risque de bulle	Surévaluation	Evaluation correcte	Sous-évaluation
Londres	Sydney	New York	Chicago
Hong Kong	Vancouver	Boston	
	San Francisco		
	Amsterdam		
	Genève		
	Zurich		
	Paris		
	Frankfort		
	Tokyo		
	Singapour		

Source : UBS, au 13 novembre 2015

Fig. 25

Certains marchés semblent plus proches d'une bulle que d'autres

UBS Global Real Estate Bubble Index



Source : UBS, au 13 novembre 2015

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office WM sont préparées et publiées par Wealth Management et Retail & Corporate ou Wealth Management Americas, divisions de UBS AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse), de l'une de ses filiales ou de l'une de ses entreprises associées («UBS»). 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 indication ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. 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. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les prix du marché indiqués dans les graphiques et tableaux de performance sont les cours de clôture de la Bourse principale concernée. L'analyse contenue dans le présent document s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations présentées dans ce document peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à tenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement mentionnés ici, à réaliser des transactions sur des instruments de placement à titre de teneur de marché ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur soit pour l'instrument de placement lui-même soit pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier audits émetteurs. A tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS research. 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 passées ne sauraient préjuger de celles à venir. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. 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 fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. L'analyste/Les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peut/peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et autres aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières. La fiscalité dépend des circonstances spécifiques de chacun et peut faire l'objet de modifications dans le futur. UBS ne fournit pas de conseils d'ordre juridique ou fiscal et ne fait aucune déclaration sur le régime fiscal auquel les actifs ou les rendements des placements sont soumis, de manière générale ou par rapport à la situation et aux besoins spécifiques du client. 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'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité 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 WM 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 émis par UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n°231127): ce document se limite à des informations d'ordre général et ne constitue pas un conseil personnel relatif à un produit financier. Ce document ne prend pas en compte les objectifs, la situation ou les besoins financiers d'une personne quelle qu'elle soit et, 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 ainsi que les informations à l'usage des investisseurs. 2) **Clients d'UBS SA:** cet avis est émis par UBS SA ABN 47 088 129 613 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231087): Ce document est émis et distribué par UBS SA, en dépit de toute mention contraire dans le document. Le document est destiné à une utilisation exclusive par des «clients de gros» tels que définis à la section 761G («clients de gros») de la Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). Le document ne saurait en aucun cas être mis à la disposition d'un «client de détail» tel que défini à la section 761G de la Corporations Act par UBS SA. Les services de recherche d'UBS SA ne sont accessibles qu'aux clients de gros. Le présent document n'est qu'une information générale et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière, du régime d'imposition ou de 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. **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. **Brazil:** 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. **EAO:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). Le teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris l'Autorité des matières premières et titres des Emirats ou la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubaï, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. **Espagne:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Bank, S.A. par UBS Bank, S.A., banque enregistrée auprès de la «Banque d'Espagne». **Etats-Unis:** ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis et/ou à tout ressortissant américain. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. est une filiale de UBS AG. **France:** cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de 125 726 944 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., 33A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B 11142, 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:** le présent document a été distribué par UBS Asesores México, S.A. à capital variable, une entité qui 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 («wholesale 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 encourue 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». **Taiwan:** cette documentation est fournie conformément aux lois de Taïwan, en accord avec les clients ou à leur demande.

