UBS House View

Year Ahead 2017

Chief Investment Office WM
Edition française

Fin de partie ?

UBS

Chers lecteurs,

L'élection de Donald Trump et le Brexit ont été deux des plus grands chocs de l'histoire politique moderne. Ils prouvent que le risque est beaucoup plus facile à trouver que le rendement sur les marchés actuels. Nous voulons vous aider à corriger ce déséquilibre.

J'espère que le présent *Year Ahead* vous donnera la mise en contexte nécessaire pour comprendre les marchés turbulents d'aujourd'hui et tirer votre épingle du jeu, qu'il répondra à certaines de vos questions et préoccupations majeures et vous fournira les idées et les stratégies qui vous aideront à atteindre vos objectifs de placement.

Certaines de nos solutions ont déjà fait leurs preuves. La diversification est particulièrement importante dans un climat de dissensions politiques accrues et de montée du protectionnisme : si l'économie mondiale devient moins globalisée, les portefeuilles des investisseurs doivent se mondialiser. Elle reste au centre de notre stratégie d'investissement.

D'autres solutions sont plus nouvelles. Compte tenu de la baisse des rendements potentiels qui touche de nombreux actifs, les investisseurs devront se montrer plus créatifs et ne pas se contenter d'une stratégie traditionnelle d'achat à long terme sur des marchés liquides. Ils devront suivre différentes approches d'investissement : investir dans de nouvelles classes d'actifs, tirer parti du manque de liquidité et exploiter les facteurs de rendement des placements alternatifs.

Notre promesse à l'égard de nos clients est de préserver et de faire fructifier leur patrimoine au fil des générations. Je souhaite que ce *Year Ahead* soit une étape dans le périple que nous avons entrepris ensemble.

Jürg Zeltner
President
UBS Wealth Management

Sommaire

Cliquez sur l'article

10 Panorama mondial

12 Fin de partie ?

18 Principaux enseignements tirés en 2016

21 7 questions, 7 réponses pour 2017
24 Que signifie une présidence Trump pour les marchés ?
27 L'anti-mondialisation menace-t-elle mon patrimoine ?
30 Quels sont les principaux risques pour 2017 et quelle réponse leur apporter ?
33 Comment puis-je obtenir un rendement de 5% ?
36 Les marchés peuvent-ils survivre sans argent facile ?
39 Chine : risque ou opportunité ?
42 L'avenir de l'Europe est-il important pour les marchés ?

45 Dix meilleures idées pour 2017
48 Actions américaines
50 Actions des ME
53 Panier de monnaies des marchés émergents
56 REIT d'Asie-Pacifique
58 Dividendes et rachats d'actions
61 Emprunts senior américains
63 TIPS américains
66 Palladium et platine
68 Placements alternatifs
71 Vendre les obligations de haute qualité

74 Investissements à long terme
78 Formation
82 Soins de santé dans le monde émergent
86 Efficacité énergétique

90 Placements au sein du portefeuille
97 Actions
100 Obligations
103 Placements alternatifs
105 Matières premières
107 Devises

110 Opinions au sein du CIO

113 Prévisions

Faits marquants

Fin de partie ?

Ces dernières années, la politique et les décisions des dirigeants ont exercé une influence énorme sur les marchés. Il n'en ira pas autrement en 2017. Notre jeu interactif, disponible à l'adresse ubs.com/cio, vous permet d'en apprendre davantage sur l'incidence de la politique sur les marchés et de voir pourquoi nous pensons que la diversification mondiale est cruciale dans le contexte politique polarisé d'aujourd'hui.

Jouez à la *Fin de partie* sur le site ubs.com/cio, et apprenez-en davantage à ce sujet à la page 12.

Questions les plus urgentes

Nous répondons aux questions les plus urgentes posées par nos clients à l'approche de la nouvelle année. Découvrez ce que signifiera une présidence Trump pour les marchés, comment les investisseurs peuvent se préparer à 28 risques qui nous attendent en 2017, où résident des possibilités de rendement dans le contexte actuel de bas taux et plus encore.

Informez-vous grâce aux 7 questions et 7 réponses pour 2017 figurant à partir de la page 21.

Thèmes clés aux Etats-Unis et dans les marchés émergents

Les actions, emprunts senior et obligations indexées sur l'inflation des Etats-Unis comptent parmi nos idées privilégiées. Par ailleurs, nous estimons que la croissance des marchés émergents pourra se maintenir en 2017, et nous montrons des opportunités au niveau des actions et d'un panier de monnaies des marchés émergents.

Ne manquez pas de consulter nos dix meilleures idées pour 2017 à la page 45.

De nouveaux moyens de dénicher des possibilités de rendement

La quête de rendement va se poursuivre en 2017 : les taux d'intérêt sans risque seront inférieurs au taux d'inflation dans une bonne partie de l'univers financier. Les investisseurs souhaitant des portefeuilles plus performants devront envisager de diversifier en achetant des hedge funds ou des actifs illiquides et en tirant parti des éléments de rendement des placements alternatifs.

Découvrez nos idées d'investissement de portefeuille à partir de la page 90.

Sur le long terme

Dans un monde volatil, les entreprises profitant de tendances immuables telles que l'urbanisation, la croissance démographique et le vieillissement peuvent apporter un répit bienvenu aux investisseurs axés sur le long terme. Nous mettons l'accent sur la formation, les soins de santé dans les marchés émergents et les solutions d'efficacité énergétique, en publiant des entretiens exclusifs avec des entrepreneurs et des spécialistes de ces branches.

Constatez le pouvoir des placements à long terme sur le site ubs.com/cio et à partir de la page 74.

«L’avenir n’est plus
ce qu’il était.»

– Yogi Berra

Panorama mondial

Gains en perspective
Nous apprécions les actions américaines, tablant sur une croissance bénéficiaire de 8% en 2017. Nos secteurs préférés aux Etats-Unis sont la technologie, les valeurs financières et la santé (voir p. 48).

Poursuite de la hausse
Nous prévoyons une croissance du PIB américain de 2,4% en 2017, en hausse par rapport aux 1,5% de 2016, du fait de l'augmentation des salaires et de la faiblesse des taux hypothécaires et du prix du gaz. Les actions américaines devraient poursuivre leur progression (voir p. 48).

Anémie du dollar ?
Nous prévoyons une appréciation de l'euro et de la livre sterling par rapport au dollar américain en 2017 (voir p. 107).

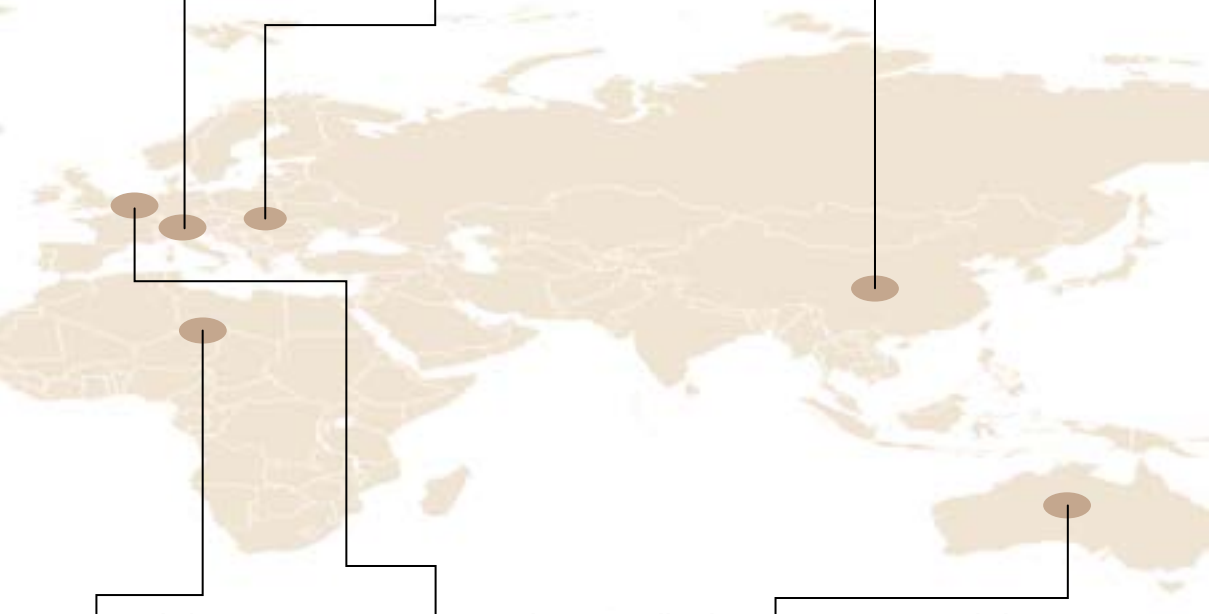
La politique budgétaire l'emporte sur la politique monétaire
Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale relève ses taux une fois en décembre et deux fois en 2017, mais de nouvelles mesures de relance budgétaire devraient soutenir la croissance et l'inflation augmentera probablement davantage que les taux. Nous sommes positifs à l'égard des TIPS (voir p. 63).

Reprise des marchés émergents
Malgré l'incertitude qui règne sur le plan politique, nous sommes optimistes à l'égard des actions et de certaines monnaies des marchés émergents (ME) compte tenu du redressement des économies émergentes (voir p. 50).

Dividendes alpins
Les actions suisses pourraient sous-performer les actions mondiales sur un marché orienté à la hausse. Les titres suisses versant des dividendes durables et en augmentation restent cependant attrayants
(voir p. 59).

Lumières, caméra … ralentissement
Nous prévoyons une croissance de 1,3% dans la zone euro en 2017 contre 1,6% en 2016. La BCE pourrait alléger son programme d'assouplissement quantitatif, mais conservera une politique accommodante
(voir p. 36–37).

Descente en douceur
La Chine devrait selon nous bien gérer son ralentissement, en affichant une croissance de 6,4%. Nous tablons sur un USDCNY en recul à 7.00 dans 12 mois
(voir p. 39).



Sur le long terme
Nous voyons des opportunités d'investissement à long terme dans la santé, la formation et l'efficacité énergétique dans les marchés émergents
(voir p. 74).

Attention au verdict des urnes
Des élections auront lieu aux Pays-Bas, en France et en Allemagne. Les investisseurs devront être conscients de la montée du mouvement anti-establishment
(voir p. 42).

Renforcement de la dynamique
Nous apprécions les REIT en Australie, à Singapour et à Hong Kong car ils devraient bénéficier de la poursuite de la recherche de rendement à l'échelle mondiale
(voir p. 56).

Fin de partie ?

Les troubles économiques mondiaux à long terme sont bien connus : endettement croissant, populations vieillissantes et croissance anémique. Mais ces problèmes à eux seuls ne seront pas déterminants pour les marchés en 2017. Comme en 2016, ce sera probablement l'action politique qui sera décisive. Simulez vos propres choix politiques dans le cadre de notre jeu interactif sur le site ubs.com/cio

Mark Haefele
Global Chief Investment Officer

Bien des investisseurs avec qui nous nous entretenons estiment qu'une « remise à zéro » des marchés s'impose. L'argument paraît simple : tout le monde se rend compte que, bien que les marchés aient régulièrement augmenté, il en va de même pour l'inégalité, l'endettement, les taux de dépendance et les tensions sociales. Parallèlement, la croissance, l'investissement et la productivité sont moroses. Un

changement quelconque semble donc inévitable.

Il faut cependant se rappeler que, parmi les gens qui se rendent compte des problèmes économiques mondiaux, on compte les décideurs et les électorats dans le monde entier. Or, ceux-ci ont démontré leur volonté de recourir à des mesures de plus en plus extrêmes pour venir à bout des problèmes existants. Voici quelques simples exercices de réflexion : face à une croissance stagnante, une banque centrale qui a déjà faussé le marché obligataire local va-t-elle choisir de cesser d'intervenir, ou au contraire de commencer à acheter des actions ? Ou, sur fond de durcissement de la concurrence, les électeurs vont-ils s'en tenir au statu quo ou opter pour le protectionnisme ? Les réponses à ces questions, et à bien d'autres de ce genre, seront déterminantes pour votre portefeuille.

Perspectives pour 2017

En 2017, les décideurs et électeurs se trouveront à nouveau confrontés à une série de compromis de cette nature.

Comme l'ont remarqué les banques centrales des marchés développés, l'inflation commence à se redresser, mais l'emploi reste inférieur à son sommet d'avant la crise. Les dirigeants chinois savent que le pays doit préserver la croissance et l'emploi, mais la hausse rapide des taux d'endettement et des prix du logement signale que l'expansion pourrait avoir un prix. Ailleurs, même si les responsables politiques confrontés à une élection en 2017 sont persuadés des bienfaits du commerce et de l'immigration pour la croissance, le Brexit et l'élection de Donald Trump montrent que les initiatives protectionnistes gagnent en popularité parmi les électeurs.

Les problèmes sur lesquels les décideurs politiques choisiront de se pencher dans l'année à venir, ainsi que l'approche qu'ils choisiront pour y répondre, vont fortement influencer la performance des marchés. Une composante essentielle de notre processus de placement consiste donc à cerner leurs décisions les plus probables. Il s'agit à cet égard de poser les bonnes questions : « que peut-on déduire du comportement passé des dirigeants politiques? », « que cherchent-ils à atteindre? », « quelles sont leurs incitations à agir? ».

Dans notre scénario de base, nous supposons que les banques centrales aux Etats-Unis et en Europe continueront de favoriser une politique monétaire accommodante, même au prix d'une inflation plus forte. Le comportement des banques centrales depuis la crise financière suggère qu'elles accordent la priorité à la croissance, à l'emploi et au soutien de l'économie à court terme, plutôt qu'aux conséquences potentielles à long terme de leurs actions. Récemment, la présidente de la Fed, Janet Yellen, a réitéré cet état de fait, parlant de gérer une « éco-

nomie à haute pression » (c'est-à-dire surpassant la cible d'inflation) afin de stimuler l'expansion de l'emploi. Mario Draghi, le président de la BCE, a rejeté, quant à lui, certaines critiques concernant les effets indésirables négatifs de sa politique.

Dans l'année qui vient et au-delà, nous guetterons toute modification de ce mode opératoire. A l'approche de 2017, toutefois, cette approche signale, à nos yeux, que les actions pourront bénéficier d'un soutien persistant (voir pp.48 et 50), avant tout aux Etats-Unis (p. 48), et que les placements offrant un rendement acceptable demeureront prisés (p. 33). Les investisseurs devront également envisager de couvrir leurs portefeuilles contre une hausse de l'inflation (p. 73).

Parallèlement, le gouvernement chinois doit impérativement maintenir un niveau d'emploi élevé et préserver la stabilité sociale. Il a régulièrement démontré sa capacité et sa volonté d'intervenir en faveur de la stabilité à court terme, aux dépens d'une réforme de plus longue haleine. Il n'existe aucune raison de croire que les choses vont changer en 2017. A moyen terme, les risques et le ratio dette/PIB vont continuer d'augmenter, mais nous pensons que la demande chinoise restera relativement stable, ce qui profitera aux actifs exposés à cette croissance (p. 39). Deux de nos dix meilleures idées sont liées aux marchés émergents (pp. 50–53).

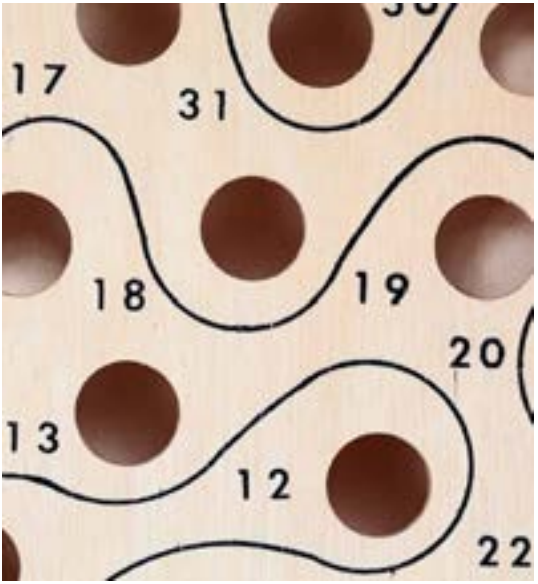
Comme en 2016, les orientations politiques représentent peut-être le plus grand facteur d'incertitude pour 2017. Comme l'ont montré le Brexit et l'élection de Donald Trump, l'univers politique n'a pas de centre fixe, et les investisseurs doivent se rappeler que les responsables politiques sont motivés en premier lieu par le succès électoral et (par extension) la popularité, et non par la croissance du PIB ou des bénéfices des entreprises. Sur ce tableau de fond, les investisseurs vont devoir garder à l'œil les retombées de la présidence de D. Trump sur les marchés (p. 24), la procédure de plus en plus complexe du Brexit au Royaume-Uni, les élections en France et en Allemagne (p. 42) ainsi que la montée

du protectionnisme au plan mondial (p. 27). Face à cette incertitude politique, nous estimons que la meilleure stratégie pour les investisseurs consiste à diversifier en termes de pays et de régions, afin d'éviter toute exposition excessive aux mesures expérimentales des régimes individuels.

Perspectives à plus long terme
Sur un horizon plus long, la seule chose que l'on puisse affirmer avec certitude est que les divers pays vont suivre des voies différentes, avec des résultats divergents. Par conséquent, une diversification tant au plan géographique que des classes d'actifs nous paraît offrir le meilleur moyen de protéger et de développer le patrimoine dans un univers regorgeant de choix de plus en plus complexes et difficiles.

Par ailleurs, il est conseillé d'envisager d'investir dans les tendances et classes d'actifs moins sensibles aux décisions politiques. Par exemple, l'urbanisation, la croissance démographique et le vieillissement contribuent à accroître la demande dans le domaine de la formation (p. 78), des soins de santé (p. 82) et de l'efficacité énergétique (p. 86). Pour les placements à long terme, la durabilité représente un élément clé à prendre en considération. Les placements alternatifs (p. 68) peuvent également offrir un moyen de réduire l'exposition aux divers scénarios politiques, tout en permettant une croissance du capital sur l'ensemble du cycle.

La fin de partie
Pour démontrer la façon dont les politiques monétaires, budgétaires et sociales changeantes interagissent et affectent les économies, marchés et portefeuilles, nous avons créé *Fin de partie*, un jeu interactif disponible sur le site ubs.com/cio. Depuis la crise financière, nous effectuons régulièrement des simulations dans le cadre de notre processus de placement. Ce jeu vous place



dans le rôle de décideur mondial et vous permet d'exécuter une version simplifiée de notre analyse de scénarios.

A mon avis, il contribue à comprendre les différents choix politiques, interactions et itérations qui affecteront les portefeuilles. J'espère qu'il sera le point de départ d'une discussion plus approfondie de vos placements et de la diversification.

Voyez par vous-même à l'adresse ubs.com/cio.

En bref
La résolution des multiples problèmes économiques rencontrés à travers le monde exige des compromis, et les décisions prises tant par les dirigeants politiques que par les électeurs exerceront un impact profond sur votre portefeuille. La seule chose que l'on puisse affirmer avec certitude est que les divers pays vont faire des choix différents. La diversification représente le meilleur moyen de protéger et de développer votre fortune dans un monde de plus en plus complexe.

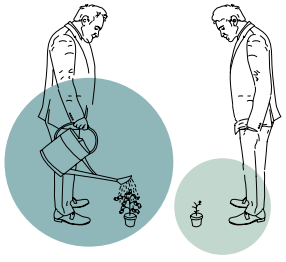
La fin de partie

La fin de partie, un jeu interactif d'analyse de scénarios disponible sur le site ubs.com/cio, vous offre la possibilité de jouer au décideur politique et de voir comment les différentes solutions apportées aux problèmes économiques mondiaux peuvent affecter les économies, les marchés et les portefeuilles.

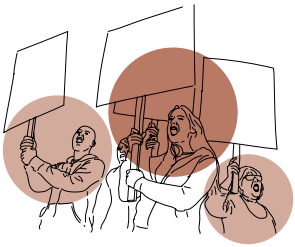
Quel problème aborderiez-vous en premier ?

Pour en savoir plus :
www.ubs.com/cio

Population vieillissante
Lorsque la population en âge de travailler diminue, il devient difficile d'encaisser des recettes fiscales suffisantes. Vous pouvez encourager l'immigration ou relever l'âge de la retraite.



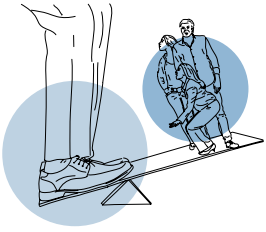
Investissements insuffisants
De nombreuses entreprises n'investissent pas pour l'avenir. Vous pouvez imprimer de l'argent pour doper l'investissement ou investir vous-même dans l'infrastructure.



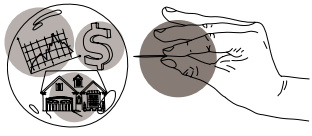
Polarisation politique
Les points de vue extrémistes gagnent en popularité. Pour vous maintenir au pouvoir, vous pouvez dépenser de l'argent pour apaiser la population mécontente ou modifier votre propre point de vue politique.

Production inefficace
Certaines industries ne sont pas rentables sans l'aide du gouvernement. Vous pouvez cesser de les soutenir ou accroître les mesures de relance pour tenter d'en augmenter la rentabilité.

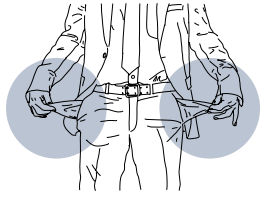
Main-d'œuvre peu productive
La croissance de la productivité demeure anémique. Pour améliorer le potentiel de croissance à long terme, vous pouvez investir dans l'infrastructure ou dans la formation.



Inégalité
L'inégalité croissante alimente les tensions sociales. Vous pouvez augmenter les impôts et dépenser l'argent levé au bénéfice des ménages à faible revenu, ou maintenir une politique d'émission monétaire.



Bulles financières
Certaines obligations génèrent désormais un rendement négatif. Vous pouvez accroître les taux d'intérêt pour remédier aux distorsions du marché, ou maintenir la politique d'émission monétaire.



Endettement excessif
Les niveaux de dette publique sont élevés et le budget de votre pays reste déficitaire. Vous pouvez réduire les dépenses publiques ou imprimer de l'argent pour financer votre dette.

Principaux enseignements tirés en 2016

En 2016, la valeur de principes immuables tels que la diversification, le rééquilibrage et la couverture a été clairement établie. La quête actuelle de rendement à laquelle se livrent les investisseurs implique qu'il sera sans doute nécessaire d'envisager aussi de nouvelles approches.

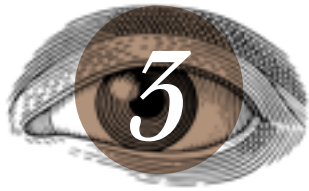
Ne pas confondre « scénario de base » et « fait accompli »
Durant l'année écoulée, un certain nombre de prévisions de notre scénario de base ont été mises à rude épreuve. Contre toute attente, Donald Trump a gagné la course à l'investiture républicaine avant de remporter les élections américaines. Le Royaume-Uni a voté pour la sortie de l'UE. Même l es maîtres présumés de l'économie – les banques centrales – ont été contraintes d'assouplir leur politique dans une mesure plus grande que prévu. La Fed prévoyait en 2014 que les taux d'intérêt se situeraient aujourd'hui à 3%.

Que faire ? La bonne nouvelle pour les investisseurs, c'est que les prévisions les plus difficiles pour le marché portent généralement sur des éléments relativement précis – élections, taux d'intérêt et croissance économique. En évitant de miser sur l'issue d'événements isolés et en se concentrant plutôt sur les tendances plus vastes des bénéfices et de la politique monétaire tout en se diversifiant en termes de classes d'actifs et de régions, les investisseurs peuvent réduire au maximum leur exposition aux événements identifiables, repérer des opportunités et diminuer la volatilité des portefeuilles. La couverture de change est importante à cet égard, comme cela a été démontré par le plongeon de la livre sterling et du peso mexicain en 2016, induit par des facteurs politiques.

Ne pas céder à la panique
2016 a connu son lot de turbulences, mais elle a aussi récompensé les investisseurs qui ont gardé leur calme malgré l'incertitude ambiante. L'indice MSCI All-Country World a cédé 13% entre janvier et février en raison des craintes suscitées par un éventuel déficit des réserves de change de la Chine, mais il avait regagné le terrain perdu à fin mars. En juin, le Brexit a marqué la pire journée de ces dernières années pour les marchés des actions, mais les marchés ont renoué avec leurs niveaux précédents en l'espace de trois semaines.

Plus récemment, juste après la victoire de Donald Trump, il n'a fallu que quelques heures au marché pour rebondir après une vague de vente initiale.

Que faire ? « Ne pas céder à la panique » et « acheter dans les phases de repli » semblent des préceptes évidents, mais difficiles à appliquer – souvent des nouvelles décevantes sont à l'origine de la baisse des marchés. Une stratégie disciplinée avec de fréquents rééquilibrages peut rassurer les investisseurs en offrant un mécanisme systématique pour vendre en cas de hausse des marchés et acheter en cas de baisse. Nos analyses suggèrent que les investisseurs qui ont choisi de réduire le risque des positions en actions américaines en phases d'incertitude et sont restés investis en liquidités ont perdu en moyenne 1,8%. Ceux qui ont tenu bon ont gagné 12%, hors dividendes.



Ne pas sous-estimer les banques centrales
On a régulièrement entendu dire que la politique monétaire a « atteint ses limites ». Pourtant, l'année écoulée a montré que les banques centrales ont plus d'un tour dans leur sac. La Banque centrale européenne a commencé à acheter des emprunts d'entreprise, la Banque du Japon a fixé une limite supérieure pour les rendements obligataires et la Banque d'Angleterre a renoué avec l'assouplissement quantitatif.

Pour les investisseurs, ces réactions des banques centrales ont eu pour effet que même certains actifs aux performances négatives ont produit des rendements positifs et que la quête de rendement se poursuit.

Que faire ? Les banques centrales ont créé des rendements élevés ces dernières années, mais plombent de fait les rendements futurs. Les investisseurs devront faire preuve de plus d'imagination. Cela implique de s'intéresser à des classes d'actifs potentiellement moins familières comme les hedge funds et les marchés privés (p. 68), et d'explorer de nouvelles approches en matière de construction de portefeuille (voir p. 90), afin de générer des rendements plus élevés à l'avenir.

UBS Industry Leader Network
L'UBS Industry Leader Network est un groupe de clients, cadres et entrepreneurs, triés sur le volet, qui gèrent des sociétés privées dans le monde entier. Des débats mensuels et des événements de réseautage font le point sur la santé de l'économie, comme elle est perçue et vécue directement par d'autres propriétaires d'entreprises. Cet échange de connaissances entre pairs est une prestation exclusive offerte à quelques-uns de nos plus grands clients entrepreneurs. Le réseau fournit un éclairage opportun et des informations exclusives pour notre processus d'investissement.

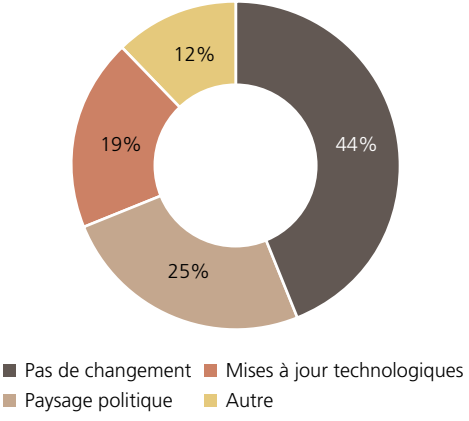
Enseignements tirés par les leaders sectoriels
Dans un sondage, les membres de l'UBS Industry Leaders Network ont évoqué les leçons suivantes pour 2016 :

- Les entreprises qui ne s'adaptent pas aux changements technologiques courent le risque d'être distancées.
- Les nouvelles technologies visant à améliorer les processus de fabrication et la gestion de la chaîne logistique sont un élément essentiel de l'avantage concurrentiel.
- La diversification des vecteurs de croissance est cruciale. La faiblesse des prix des matières premières a bridé la demande émanant des économies régionales touchées comme les marchés émergents.

Fig. 1

Les leaders sectoriels voient dans l'évolution du paysage politique le principal changement qui interviendra en 2017

Réponses à la question: «En quoi l'année 2017 sera-t-elle différente pour votre entreprise?»



Source: UBS

7 questions, 7 réponses pour 2017

Cliquez sur l'article

1. Que signifie une présidence Trump pour les marchés ?
2. L'anti-mondialisation menace-t-elle mon patrimoine ?
3. Quels sont les principaux risques pour 2017 et quelle réponse leur apporter ?
4. Comment puis-je obtenir un rendement de 5% ?
5. Les marchés peuvent-ils survivre sans argent facile ?
6. Chine : risque ou opportunité ?
7. L'avenir de l'Europe est-il important pour les marchés ?

Question 1

Que signifie une présidence Trump pour les marchés?

La victoire inattendue de Donald Trump est le signe d'un revirement radical de la plus grande économie du monde.

L'élection de Donald Trump a constitué une surprise politique de plus pour le monde en 2016, et son calendrier politique est suivi de près par les marchés mondiaux.

La majorité des deux Chambres du Congrès étant aux mains des Républicains, Donald Trump aura toute latitude pour prendre des décisions susceptibles de modifier le statu quo de la politique économique et sociale des Etats-Unis, ce qui aura des retombées mondiales. Cette période de changement pourrait être appelée à durer. Les Démocrates du Sénat devront défendre deux fois plus de sièges que les Républicains lors de la prochaine élection, ce qui signifie que les Républicains ont une grande probabilité de conserver leur majorité dans les quatre prochaines années.

Le CIO est d'avis que les investisseurs ont tout intérêt à suivre de près trois domaines :

La promesse d'une politique budgétaire expansionniste. D. Trump a prôné une série de baisses d'impôts et une hausse des dépenses publiques. Il a promis d'investir 1000 milliards d'USD dans les infrastructures du pays dans la prochaine décennie, engagement qu'il a confirmé dans son premier

En bref

Une politique budgétaire plus expansionniste et une législation plus favorable aux entreprises sous la présidence de Donald Trump devraient se révéler positives pour les Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) et certains secteurs du marché américain des actions. Le climat d'incertitude a augmenté pour les marchés émergents, mais nous pensons que la croissance se révèlera un facteur favorable en 2017.

discours en tant que président élu. La relance budgétaire fournie par une baisse de la fiscalité et un accroissement des dépenses fédérales aura des retombées non négligeables sur l'économie et les investissements. Les fournisseurs militaires et les entreprises de construction vont, ainsi, bénéficier de cette relance. Nous prévoyons également un alourdissement de la pression sur l'inflation salariale, ce qui augmentera l'attrait des emprunts du Trésor américain indexés sur l'inflation (TIPS) par rapport aux autres obligations d'État américaines.

La promesse de poursuivre des politiques favorables aux entreprises, de réduire l'imposition des entreprises ainsi que la réglementation. Le futur président a promis de doper la croissance économique en abandonnant les règlements fédéraux intrusifs, en abaissant le taux d'imposition des entreprises et en réduisant le coût de la conformité réglementaire. Selon nous, le secteur américain de l'énergie tirera parti d'un assouplissement de l'environnement réglementaire. La suppression de la prime de risque évaluée sur les actions des services financiers et des produits pharmaceutiques devrait aussi permettre à ces secteurs de dégager de meilleures performances

« Ce qui sépare les gagnants des perdants est la manière qu'a une personne de réagir à chaque caprice du destin. »

– Donald Trump

l'an prochain. Le risque de gros titres négatifs dans la presse au sujet des prix des médicaments persistera, mais une intervention de l'Etat sera bien moins probable sous la prochaine administration. Et les entreprises pourraient, dans leur ensemble, voir leurs impôts diminuer. La législation favorable aux entreprises, la baisse des impôts des sociétés et la moindre règlementation peuvent soutenir les actions américaines; nous prévoyons déjà une croissance des bénéfices de 8% l'an prochain.

La menace pour le commerce et l'immigration. D. Trump a promis de durcir le ton dans les négociations avec les partenaires commerciaux des Etats-Unis. Si cela se traduit dans les faits, le Mexique risque d'être confronté à un important défi économique, car les Etats-Unis sont la destination de 80% de ses exportations et la source de 98% des versements provenant de Mexicains travaillant à l'étranger. Le CIO est d'avis qu'une présidence Trump créera de la volatilité. Cependant, si ce changement pourrait mettre à mal certains pays émergents axés sur le commerce (Mexique, Corée du Sud et Colombie), les pays dotés d'économies intérieures plus importantes, comme le Brésil et l'Inde, devraient se révéler moins vulnérables.

En outre, les relations des Etats-Unis avec la Russie pourraient s'améliorer, étant donné les signes de respect réciproque entre Vladimir Poutine et Donald Trump. En l'absence d'évolution politique radicale, nous sommes d'avis que le redressement économique et bénéficiaire actuellement en cours dans la plupart des marchés émergents se poursuivra. A l'orée de 2017, nous surpondérons les actions émergentes et certaines monnaies émergentes.

Après l'incertitude initiale suscitée par la politique de D. Trump sur le front du commerce et de l'immigration, les marchés des actions se sont redressés, profitant de l'optimisme soulevé par l'espoir que la politique de relance budgétaire et la réduction de la règlementation favoriseront la croissance économique. Le CIO prévoit une progression possible des TIPS, des actions américaines et émergentes l'an prochain. (voir pp. 63, 48 et 50)

Question 2

L'anti-mondialisation menace-t-elle mon patrimoine ?

La diminution de l'enthousiasme pour le commerce observée dans le monde a soulevé la crainte d'un revirement de tendance de la mondialisation. Cette situation pourrait menacer votre patrimoine, mais cela ne sera pas obligatoirement le cas, si la stratégie de diversification et de couverture est appropriée.

Le protectionnisme semble en augmentation. Après près de trois décennies d'hypermondialisation, nous avons appris que si ses avantages, notamment le libre commerce, tendent à s'étendre à l'ensemble de la société, son coût peut être concentré et ressenti cruellement par les personnes affectées. Sur fond de stagnation des revenus moyens et d'accroissement des inégalités au niveau du patrimoine, la résistance au commerce augmente, de même que le sentiment protectionniste. Le consensus politique qui avait promu la libéralisation du commerce a évolué, une proportion croissante de votes pouvant être obtenus grâce à une rhétorique protectionniste.

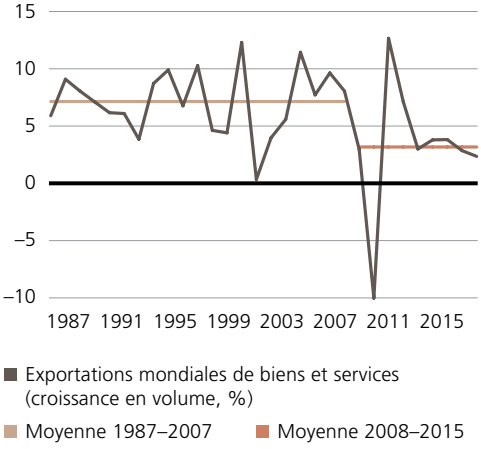
En 2016, le Brexit, la victoire de Donald Trump aux élections américaines et les difficiles pourparlers sur le commerce mondial (partenariat transpacifique, partenariat transatlantique de commerce et d'investissement, et accord économique et commercial global) témoignent du scepticisme croissant quant aux avantages de la mondialisation.

Quelles sont les conséquences pour les investisseurs ?
La fin de partie (ubs.com/cio) démontre dans quelle mesure les changements de

Fig. 2

La croissance du commerce mondial a marqué le pas

Exportations mondiales de biens et services (croissance en volume, %)

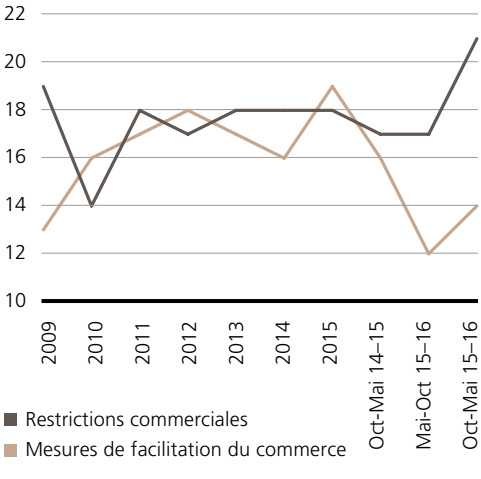


Source: FMI

Fig. 3

Le monde devient plus protectionniste

Mesures commerciales du G20 (moyenne par mois)



Source: OMC

politique peuvent avoir des retombées majeures sur les marchés, les économies et les portefeuilles. Avec l'augmentation du protectionnisme, nous observons principalement deux effets :

Premièrement, les marchés d'économies plus petites et plus ouvertes tributaires du commerce avec un pays plus grand ou un bloc commercial sont particulièrement fragiles. La piètre performance en 2016 de la livre anglaise, des actions mexicaines et du peso mexicain, imputables aux craintes d'un revirement de tendance du commerce, illustre clairement cette situation.

Deuxièmement, même si les pays n'abolissent pas les accords commerciaux ou érigent des barrières commerciales, une dévaluation compétitive demeure un risque car les pays tentent de doper leur faible croissance au moyen de politiques de change déloyales (ou de mesures allant dans ce sens). Depuis 2012, l'euro, le yen japonais et la livre anglaise, trois des quatre principales monnaies les plus utilisées dans les échanges commerciaux, ont perdu, à un moment donné, quelque 20% dans le courant de l'année.

En bref

Une tendance à la hausse du protectionnisme accroît le risque des investisseurs se trouvant dans des petites économies ouvertes tributaires d'un grand partenaire commercial. Le ralentissement du commerce est mauvais pour la croissance, mais la diversification et la couverture de change peuvent mettre les investisseurs à l'abri contre certains des risques associés à l'anti-mondialisation.

« La mondialisation est une réalité de la vie. Mais nous avons sous-estimé sa fragilité. »

– Kofi Annan

Que faire ?

Si l'économie internationale devient de moins en moins mondiale, les portefeuilles des investisseurs devront à l'inverse être davantage axés sur le monde. En dépit des retombées du Brexit, les investisseurs basés au Royaume-Uni et exposés à des multinationales (dont les bénéfices ont augmenté en monnaie locale) ont obtenu de bons résultats en 2016. Avec la multiplication des risques politiques, les investisseurs peuvent se sentir incités à ramener leurs fonds dans leur pays, dont ils comprennent le climat politique. Mais ils devront combattre leur instinct et diversifier leurs placements dans le monde.

Les investisseurs devront aussi réduire leur vulnérabilité aux risques de change mondiaux en couvrant leurs placements à l'étranger en monnaie locale. Les tendances anti-mondialisation soulèvent le risque de baisses soudaines de monnaies individuelles. Une couverture peut aider les investisseurs à mettre leur pouvoir d'achat local à l'abri des dangers d'une volatilité excessive des monnaies. Selon toute vraisemblance, les investisseurs qui ont acquis des actifs britanniques ou mexicains en 2016 sans procéder à une couverture de change ont essuyé des performances nettement négatives.

De toute évidence, le ralentissement de la croissance mondiale découlant de l'augmentation du protectionnisme ne profite pas aux investisseurs. La part en pourcentage du commerce mondial par rapport au PIB est passée de 26,9% en 1970 à un pic de 61,1% en 2008, ce qui correspond presque parfaitement à l'augmentation de la prospérité mondiale. Il n'est pas surprenant que les perspectives économiques mondiales du Fonds monétaire international (octobre 2016) aient vu dans le retour des mesures protectionnistes un risque clé pour le maintien de la bonne santé de l'économie mondiale.

Néanmoins, cette tendance ne va pas nécessairement léser outre mesure la performance du portefeuille, pour autant que les investisseurs évitent de se concentrer sur les petits marchés, procèdent à une diversification mondiale et ne prennent pas indûment des risques de change.

Question 3

Quels sont les principaux risques pour 2017 et quelle réponse leur apporter ?

Les mesures de relance des banques centrales incitent les investisseurs à se tourner vers les actifs à risque, mais les risques augmentent. Pour les contrôler, les investisseurs devront accepter, diversifier et couvrir.

Accepter

Nous avons dressé une liste de 28 risques susceptibles d'affecter les marchés en 2017. Néanmoins, le plus grand risque que court l'investisseur en 2017 n'y figure pas. Ce risque est la panique.

La panique peut conduire à l'inertie; autrement dit, les investisseurs demeurent sous-exposés à des classes d'actifs essentielles à leurs portefeuilles à long terme et attendent en permanence le « bon moment pour investir ». Il peut aussi s'ensuivre une vente au moment le moins propice. Le groupe DALBAR, spécialisé dans les analyses de marché quantitatives, estime que les investisseurs ont perdu plus de 2% par an ces vingt dernières années à la suite de tentatives malheureuses de prévoir l'évolution des marchés. Dans un monde où il est difficile de dégager un rendement de 5% (voir p. 33), ce taux est important.

La création d'une longue liste de risques à suivre peut aider les investisseurs à accepter l'existence de nombreux risques, à garder une orientation à long terme et à réagir ainsi de manière moins émotive lorsque les risques apparaissent.

En bref
Les risques, prévus et imprévus, affecteront les marchés en 2017. Une planification efficace s'impose : en acceptant que les risques affectent votre portefeuille, en diversifiant de manière efficace et en couvrant les risques non rémunérés.

Diversifier
Les investisseurs peuvent réduire leur exposition à certains des risques indiqués par le biais de la diversification, sur l'ensemble des classes d'actifs, des régions et des titres.

Bon nombre des risques concernent des régions ou pays particuliers. De ce fait, les investisseurs qui évitent la concentration excessive dans un pays ou régime monétaire peuvent réduire leur vulnérabilité.

Même si des risques mondiaux apparaissent, ils n'affectent pas tous les actifs de manière égale. Ainsi, la hausse de l'inflation pourrait être négative pour les liquidités, mais positive pour les actifs réels et les actions. Ou la hausse des taux d'intérêt pourrait léser les obligations de haute qualité (voir p. 72), mais doper les rendements des emprunts senior (voir p. 61). Une diversification efficace entre obligations, actions et placements alternatifs peut diminuer la vulnérabilité.

Certains risques affecteront aussi des entreprises individuelles davantage que des marchés entiers. Ainsi, les technologies révolutionnaires et les craintes de cyber-attaques peuvent accroître le risque lié à un titre tout en n'affectant que légèrement l'ensemble du marché (voir Industry Leader Network Insight p. 32). La réduction de l'exposition à des entreprises individuelles contribue généralement à améliorer les performances financières par rapport au risque.

Couvrir
Les investisseurs peuvent diminuer leur exposition au risque encore davantage par une couverture. Sur fond d'augmentation

Principaux risques en 2017

Nous identifions au moins 28 risques connus susceptibles de toucher les marchés à un moment ou à un autre en 2017. Des risques imprévus apparaîtront également.

Craintes économiques
Récession aux Etats-Unis
Atterrissage brutal de la Chine
Stagnation à long terme
Inflation mondiale
Stagflation
Protectionnisme accru

Erreurs de politique monétaire
Rapides tours de vis monétaires aux Etats-Unis
« Taper tantrum » dans la zone euro
Dévaluation compétitive

Craintes pour le système financier
Crise liées aux pensions / assurances
Secteur bancaire européen
Litiges
Déficit de réserves de change de la Chine
Crise de l'endettement au Japon
Liquidité du marché compromise

Evénements politiques
Elections en Allemagne
Elections en France
Crise politique dans l'UE
Crise du Venezuela

Risques géopolitiques
Crise de la migration
Escalade du conflit au Moyen-Orient
Augmentation du terrorisme dans le monde
Anti-mondialisation

Chocs exogènes
Renchérissement des prix des denrées alimentaires
Flambée du prix du pétrole
Contraction du dollar
Evénements climatiques
Pandémie

« Les plans ne sont rien, la planification est tout. »

– Dwight D. Eisenhower

du protectionnisme et de l'incertitude quant à la politique monétaire, les risques de change sont élevés. Cette situation accroît la volatilité du portefeuille tout en n'apportant aucune perspective de rendement claire. Les risques de change ne devraient être pris qu'à court terme et devraient généralement être couverts à long terme.

La couverture peut aussi se révéler intéressante pour les investisseurs qui espèrent tirer parti de la hausse des marchés des actions, mais craignent particulièrement les risques mondiaux, à l'instar d'une récession aux Etats-Unis ou d'un atterrissage abrupt en Chine. Notre approche de couverture systématique vise à acheter régulièrement une protection à bas coûts sur des marchés moins largement négociés. Si cette approche a son prix, elle peut diminuer la vulnérabilité de l'investisseur à des replis plus conséquents sur les marchés mondiaux des actions.

De même, une approche systématique, basée sur une allocation aux actions sur fond de marchés favorables et sur une réduction de l'exposition aux actions en cas de détérioration des conditions, peut contribuer à protéger les portefeuilles contre les fléchissements importants.

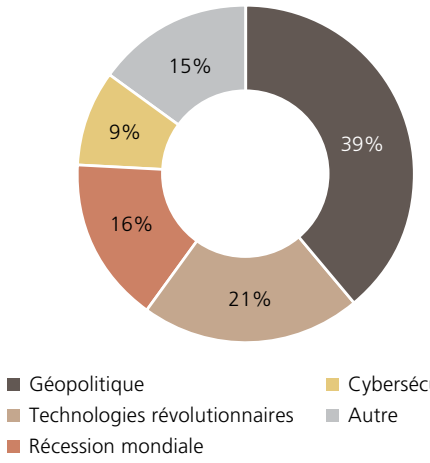
Aujourd'hui, les risques sont légion. Néanmoins, par l'acceptation, la diversification et la couverture, les investisseurs peuvent réduire leur vulnérabilité à des niveaux plus raisonnables.

Industry Leader Network Insights
Les risques géopolitiques, les technologies révolutionnaires et la récession mondiale ont figuré parmi les principales craintes citées par plus de 75% des leaders sectoriels.

Fig. 4

UBS Industry Leader Network considère la géopolitique comme le principal risque

Réponses à la question «Quel est le principal risque pour votre entreprise aujourd'hui?»



Source: UBS

Question 4

Comment puis-je obtenir un rendement de 5% ?

Il y a dix ans, il était relativement simple de dégager des rendements supérieurs à 5%. Actuellement, avec des taux d'intérêt proches de leurs plus bas historiques, cela est bien plus difficile, mais reste réalisable.

Les taux d'intérêt offerts sur les liquidités sont tombés à des planchers records, sous l'effet des efforts déployés par les banques centrales pour relancer une économie malmenée. Les investisseurs ont recherché d'autres sources de rendement, mais les prix des obligations investment grade, des obligations à haut rendement et des actions se sont tous appréciés. La quête de rendement pourrait gagner un nouvel élan en 2017, l'inflation progressant davantage que les taux d'intérêt.

Nous ne pouvons pas raisonnablement attendre plus de rendement sans courir plus de risque. Et viser un niveau donné de rendement si on ne peut pas assumer le risque associé constitue toujours une mauvaise stratégie.

Toutefois, si la propension au risque est suffisamment élevée, les investisseurs peuvent envisager trois voies pour stimuler les rendements en 2017 :

En bref

Dans un monde marqué par de faibles rendements, les investisseurs doivent soit abaisser leurs prévisions de rendement, soit prendre plus de risques. Les actions américaines, les actions émergentes, les prêts senior américains et les placements alternatifs (hedge funds et marchés privés) pourraient tous contribuer à doper les performances en 2017.

1. Investissement dans des actifs risqués

La théorie financière nous enseigne que les investisseurs ne peuvent pas dégager plus de rendement sans prendre plus de risque. Néanmoins, un risque accru n'est pas forcément garant d'un rendement supérieur. Les investisseurs doivent donc se montrer sélectifs.

Au seuil de 2017, voici quelques-uns de nos secteurs préférés :

a) *Actions des Etats-Unis et des marchés émergents*. Selon nous, les marchés mondiaux des actions devraient générer des rendements positifs en 2017; nos préférences vont aux actions des marchés américains et émergents. L'accélération de la croissance économique, le redressement des bénéfices et la progression graduelle seulement des taux d'intérêt devraient favoriser l'appréciation de ces marchés (pour en savoir plus, se reporter à la section Actions américaines, p. 48, et Actions des marchés émergents, p. 50).

b) Les *emprunts senior américains* constituent une solution de rechange attrayante face aux investissements à revenu fixe plus « traditionnels », générateurs d'un rendement plus faible. Selon nous, la classe d'actifs profitera de l'amélioration des données économiques aux Etats-Unis et de la recherche mondiale de rendement sur fond de taux d'intérêt toujours bas. Les emprunts senior se caractérisent en outre par des « taux flottants »; autrement dit, à la différence de la plupart des actifs à revenu fixe, ils bénéficieront probablement de la progression des taux d'intérêt aux Etats-Unis. A l'heure où nous écrivons ces lignes, ils offrent un rendement courant de 5,9% (pour en savoir plus, se reporter à la section Emprunts senior américains, p. 61).

c) *Monnaies émergentes sélectionnées*. Après des années de sous-performance, les marchés émergents ont fini par se redresser en 2016. Bien que la victoire de Donald Trump soit synonyme d'incertitude, certaines monnaies émergentes pourraient se révéler intéressantes pour les investisseurs en quête de rendements. Nous sommes optimistes à l'égard d'un panier de monnaies émergentes – y compris le real brésilien, la roupie indienne, le rouble russe et le rand sud-africain, équipondérés – par rapport à un panier de monnaies de marchés développés (MD)

équipondérées (dollar australien, dollar canadien et couronne suédoise). Pour en savoir plus, se reporter à la section Panier de monnaies émergentes, p. 53.

2. Levier accru

Les investisseurs pourraient aussi envisager d'ajouter un effet de levier à un portefeuille largement diversifié pour améliorer les rendements. Les taux d'intérêt actuels du marché sont bas, en comparaison historique, ce qui constitue un environnement favorable aux stratégies de levier. Pour les investisseurs affichant une tolérance élevée au risque, il se peut que, dans certains cas, il soit plus intéressant d'ajouter un effet de levier à un portefeuille présentant un risque moyen que d'investir directement dans un portefeuille à risque élevé.

Cela dit, comme les taux d'intérêt devraient augmenter ces prochaines années aux Etats-Unis, les investisseurs devront prêter une attention étroite à leur horizon de placement. Les rendements attendus étant bas en comparaison historique, un faible changement des coûts de l'emprunt peut avoir une incidence significative sur les ratios de risque/rendement.

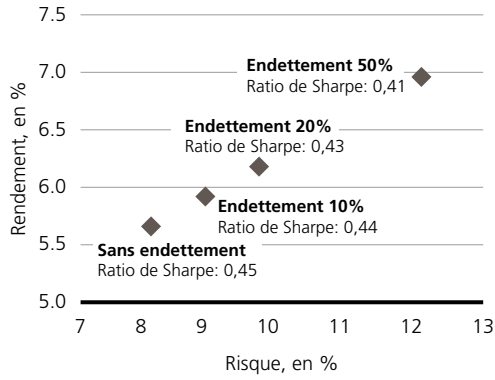
« Comment réussir : faire tout son possible. Comment échouer : en faire trop. »

– Malcolm Forbes

Fig. 5

L'endettement accroît aussi bien le risque que le rendement

Prévisions de risque et de rendement (USD, stratégie Balanced)



Source: UBS

Remarque: le ratio de Sharpe mesure le rendement, corrigé des taux d'intérêt sans risque, par rapport à la volatilité.

3. Recherche d'une prime de risque alternative

Les rendements possibles d'une stratégie traditionnelle d'achat à long terme sur les marchés des actions et des obligations sont plus faibles qu'auparavant. De ce fait, nous jugeons important que les investisseurs élargissent l'éventail des options.

Cela pourrait inclure les placements dans les classes d'actifs alternatives, comme les hedge funds et les marchés privés (voir p. 68). Nous prévoyons actuellement un rendement annuel de 7,2% sur les dix prochaines années pour un portefeuille équilibré présentant une exposition de 40% aux hedge funds et aux marchés privés. De nouvelles approches de la construction de portefeuille (voir p. 90) pourraient aussi contribuer à des rendements corrigés du risque dépassant les méthodes plus traditionnelles. Un portefeuille diversifié d'actifs de crédit mondiaux en partie illiquides devrait générer un rendement de 4,9%.

Question 5

Les marchés peuvent-ils survivre sans argent facile ?

Les marchés seraient mis à mal sans argent facile. Mais l'ère de l'argent facile n'est pas terminée, même si la Réserve fédérale des Etats-Unis relève ses taux d'intérêt et la Banque centrale européenne (BCE) ralentit son programme d'assouplissement quantitatif (AQ) en 2017.

L'inflation augmente. Les prix à la consommation aux Etats-Unis et en Europe connaissent leur hausse la plus élevée depuis plus de deux ans. Les soubresauts des marchés obligataires suggèrent que les investisseurs commencent à suivre de près les réactions possibles des banques centrales : hausse des taux d'intérêt américains et ralentissement de l'AQ de la BCE. Nous prévoyons une hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis de 1,00%–1,25% d'ici fin 2017, et une réduction du rythme des rachats obligataires par la BCE.

Les investisseurs ont clairement profité de l'argent facile ces dernières années. Peuvent-ils survivre sans cela ?

La réponse est non – tout au moins pas encore. Les marchés se sont bien comportés par le passé dans les cycles de resserrement monétaire, mais ceux-ci ont eu tendance à intervenir à un stade antérieur dans le cycle économique et dans un contexte de solide croissance de l'économie et des bénéfices des entreprises. Actuellement, bon nombre de marchés sont déjà pleinement valorisés et il semble peu probable que la croissance renoue avec un niveau autrefois considéré comme « normal ». De ce fait, les investis-

En bref

Selon nous, la Réserve fédérale des Etats-Unis resserrera les rênes monétaires et la Banque centrale européenne ralentira son assouplissement quantitatif en 2017. Mais la politique demeurera accommodante car l'accent restera mis sur la relance de la croissance économique et de l'emploi. Dans ce contexte, nous surpondérons les actions américaines, les emprunts senior américains et les TIPS (Treasury Inflation Protected Securities).

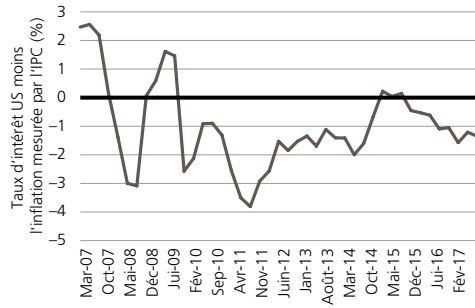
seurs ont raison de se montrer attentifs aux tours de vis agressifs. Le « taper tantrum » de l'été 2013, date où les obligations et les actions ont reculé conjointement, a servi d'avertissement quant au type de marché que les investisseurs devraient redouter.

Cela dit, nous ne pensons pas que l'année à venir sonnera le glas de l'argent facile. En effet, les taux d'intérêt réels pourraient tomber à leur plus bas sur deux ans, car l'inflation augmente plus rapidement que les taux d'intérêt nominaux. Comme dans *La fin de partie* (p. 12), tout dépend de la décision en matière de politique monétaire. Confrontées au choix d'augmenter les taux de manière agressive pour combattre une menace inflationniste encore à confirmer ou de maintenir une politique accommodante pour favoriser le désendettement et doper une croissance en sourdine, les banques centrales demeurent fortement incitées à laisser les taux d'intérêt à un bas niveau. L'orthodoxie monétaire vise à éviter de répéter les erreurs de la Grande Dépression, lorsque la politique monétaire avait été resserrée trop tôt.

La présidente de la Réserve fédérale américaine, Janet Yellen, a indiqué s'accommoder d'une inflation supérieure à la cible afin d'encourager une plus grande participation au marché du travail. Pour sa part, le président de la BCE, Mario Draghi, « s'engage toujours à préserver un important degré d'assouplissement monétaire », suggérant que la BCE est largement disposée à poursuivre l'AQ, même si l'ampleur de ce programme va diminuer en 2017. Et la Banque du Japon n'a pris que récemment la décision de plafonner le niveau des rendements obligataires, une mesure qu'elle devrait maintenir en 2017.

Fig. 6

L'or devrait profiter de taux d'intérêt réels encore plus négatifs aux Etats-Unis



Source: Bloomberg, UBS

Dans ce contexte de maintien d'une politique monétaire accommodante et d'assouplissement possible de la politique budgétaire des Etats-Unis sous la nouvelle présidence, nous surpondérons le marché américain des actions (voir p. 48). Nous surpondérons aussi les emprunts senior américains (voir p. 61), qui peuvent profiter de la quête de rendement des investisseurs sur fond de taux d'intérêt réels négatifs et fournir une protection contre la hausse des taux grâce à leurs coupons variables. Les emprunt du Trésor américain indexés sur l'inflation (TIPS) surperformeront probablement les obligations de haute qualité nominales en cas de hausse de l'inflation.

Les investisseurs devraient aussi envisager des expositions à des actifs moins corrélés, comme les hedge funds et les marchés privés. L'histoire nous enseigne que, même si les taux d'intérêt restent bas, les actions et les obligations évoluent conjointement lorsque les marchés redoutent les revirements de la politique monétaire, ce qui accroît la volatilité des portefeuilles des investisseurs diversifiés. Même si les phases de volatilité accrue n'ont généralement duré que quelques mois, les hedge funds peuvent réduire la vulnérabilité à cette incertitude. Parallèlement, les investissements dans les marchés privés peuvent contribuer à prévenir les réactions émotives à la volatilité, qui peuvent léser le patrimoine.

« Les banques centrales cherchent toujours à éviter leur dernière grande erreur. »

– Milton Friedman

Question 6

Chine : risque ou opportunité ?

Une surchauffe du marché immobilier et la hausse du levier financier signifient que la Chine peut effrayer à nouveau les marchés en 2017. Néanmoins, les opportunités sont légion dans la phase de transition du pays.

Un « vent de panique en Chine » fait partie, depuis quelques années, de l'évolution des marchés financiers. Les actions mondiales ont chuté de 4% en août 2015 après une modification inattendue de la politique de change chinoise. Et elles ont reculé de 11% dans les premières semaines de 2016 sous l'effet de la crainte de voir les sorties de capitaux de la Chine échapper à tout contrôle.

En 2017, il semble que les conditions soient réunies pour que des craintes similaires réapparaissent. Des pans du marché immobilier semblent en surchauffe. Les hausses de prix dans les villes de premier plan sont proches de 30% en rythme annuel et les prix à Shenzhen sont désormais les plus élevés du monde sur une base prix/revenus. Le prix de vente moyen d'une surface de 100 mètres carré correspond à près de 20 fois le revenu moyen. Le yuan s'est déprécié et les réserves de change ont recommencé à reculer ces derniers mois. De surcroît, le levier financier continue à la fois d'augmenter et de devenir moins productif. Le ratio total dette/PIB en Chine est passé de 150% avant la crise financière à quelque 250% aujourd'hui. En outre, il faut aujourd'hui environ 4 yuans de crédit pour générer 1 yuan de croissance.

La gestion de ces questions entraînera de toute évidence des risques. Si elles sont trop sévères, les mesures de resserrement sur le marché immobilier pourraient freiner l'ensemble de l'économie. L'immobilier a représenté près de 10% de la croissance du PIB l'an dernier. De plus, il sera difficile de freiner la croissance de la dette en fermant des industries non rentables sans augmenter le chômage et l'instabilité sociale. Les craintes d'« atterrissage brutal » pourraient alimenter la volatilité des marchés.

Cependant, comme indiqué dans *La fin de partie ?* (p. 12), nous sommes d'avis que les perspectives de la Chine dépendent en dernier ressort des incitations de son leadership. Selon nous, la croissance et la stabilité devraient l'emporter sur les réformes à long terme, s'il s'agit de faire un choix simple. L'épargne intérieure largement captive et l'excédent du solde de la balance des paiements courants (260 milliards d'USD) signifient que les marchés forcent rarement la main des pouvoirs publics. Et la croissance de la consommation demeure solide : les ventes de détail ont augmenté de 10,0% en rythme annuel en octobre, contribuant à raison de 73% à la croissance de la Chine au premier semestre.

Sur fond de transition de la Chine, nous sommes attentifs aux opportunités issues de l'ouverture régulière de comptes de capital et du passage vers la « nouvelle économie » et les services de consommation.

En premier lieu, avec l'ouverture régulière par le gouvernement de son compte de capital par le biais de programmes comme le Shenzen-Hong Kong Connect, les petites et

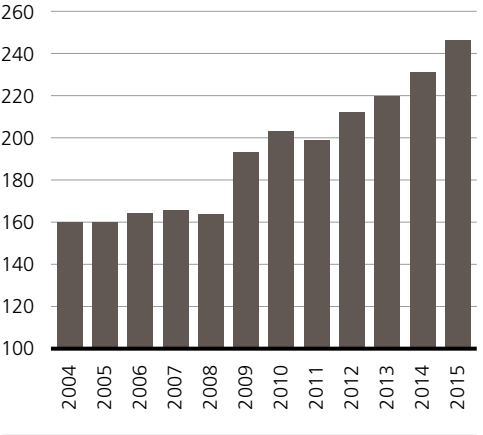
« Lorsqu'il est évident que l'objectif ne peut pas être atteint, n'adaptez pas l'objectif, mais les mesures à adopter. »

– Confucius

Fig. 7

La dette de la Chine va continuer d'augmenter en 2017

Ratio d'endettement total / PIB en Chine (%)



Source: Bloomberg

En bref

La Chine essaie toujours d'équilibrer la croissance avec les réformes économiques nécessaires. Selon nous, la croissance aura la priorité en 2017, et la demande restera stable même si la dette continue d'augmenter. Les opportunités résident dans les actions H à moyenne capitalisation et les secteurs comme la santé, le tourisme, l'Internet et les loisirs.

moyennes entreprises chinoises cotées à la bourse de Hong Kong (actions H) pourraient profiter du fait que les capitaux domestiques cherchent à se diversifier. Toutefois, le capital se dirigeant vers les actifs étrangers et non plus vers le secteur immobilier intérieur, les investisseurs devraient, selon nous, éviter les crédits des banques et sociétés immobilières chinoises. Le yuan chinois devrait continuer de reculer en 2017; nous prévoyons un USDCNY à 7,00 dans 12 mois.

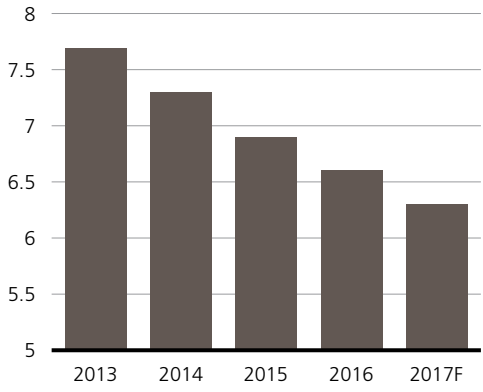
Deuxièmement, nous investissons dans des entreprises qui profitent de la nouvelle composition de la croissance chinoise. Le secteur tertiaire (services, hors finance) est désormais plus important que le secteur secondaire (production), et les secteurs comme la santé, le tourisme, l'Internet et les loisirs devraient connaître des taux de croissance supérieurs à la moyenne dans les prochaines années, au fur et à mesure que cette tendance se poursuit.

Enfin, au vu de la nouvelle présidence aux Etats-Unis, nous privilégions les secteurs axés sur l'économie interne, qui pourraient tirer leur épingle du jeu sur fond de craintes au sujet du commerce mondial, ou si le gouvernement chinois cherche à relancer la demande. Ces secteurs comprennent certains acteurs de la consommation de base, des télécommunications, de la santé et d'Internet.

Fig. 8

La croissance devrait marquer le pas, mais rester stable

Croissance du PIB en Chine (%)



Source: UBS

Question 7

L'avenir de l'Europe est-il important pour les marchés ?

Le Royaume-Uni doit encore déclencher l'article de sortie de l'UE et les élections en Allemagne et en France approchent. Sur fond d'incertitude politique et de morosité de la croissance et des bénéfices, les possibilités de placement pourraient être plus intéressantes ailleurs qu'en Europe en 2017.

Ces dernières années, les événements dans l'Union européenne ont ébranlé les marchés mondiaux. La crise de la dette européenne en 2011, les craintes d'une sortie de la Grèce de la zone euro en 2015 et le vote inattendu en faveur du Brexit l'été dernier ont tous contribué à accentuer la volatilité des marchés.

A l'orée de 2017, le calendrier politique de l'Europe est à nouveau chargé. Le Royaume-Uni est en passe de déclencher l'« article 50 » au premier trimestre, ce qui lancerait le compte à rebours de deux ans pour la sortie de l'Union européenne. Les Pays-Bas ont des élections en mars, la France suit avec les présidentielles en avril et en mai, puis l'Allemagne entre août et octobre. Cependant, comme indiqué dans *La fin de partie ?* (p. 12), les responsables politiques pourraient désormais être incités à poursuivre des politiques populistes, et la longue période de stagnation de la croissance ainsi que la récente crise de la migration ont bouleversé le paysage politique de l'Europe. Le Brexit illustre clairement ce phénomène, mais les partis d'extrême-droite des Pays-Bas, de la France et de l'Allemagne (le Parti pour la Liberté, le Front National et l'Alternative pour l'Allemagne) gagnent du terrain dans

En bref

Des élections se tiendront en 2017 aux Pays-Bas, en France et en Allemagne. Sur fond de ralentissement de l'économie, de faible croissance bénéficiaire et d'incertitudes politiques, nous voyons de meilleures possibilités de placement en dehors de l'Europe en 2017. Sur le plan régional, nous privilégions les entreprises qui dégagent une part élevée de leurs bénéfices dans les marchés émergents.

les sondages d'opinion, signe d'une aggravation possible du climat d'incertitude.

Les investisseurs devraient-ils donc à nouveau redouter l'Europe en 2017 ? A nos yeux, les incertitudes politiques se répercuteront sur les marchés selon les facteurs suivants :

a) la performance économique
b) les retombées de l'incertitude sur les résultats des entreprises
c) les incidences potentielles sur le système bancaire

Les prochaines élections ne devraient guère modifier les perspectives économiques. La croissance sous-jacente est relativement solide, bien que l'atténuation des effets des mesures de relance de la Banque centrale européenne (BCE) et le manque de clarté au sujet du processus de négociation du Brexit signifient que l'économie de la zone euro devrait croître de 1,3% en 2017, contre 1,6% l'année précédente.

Les élections n'ont généralement pas de répercussions importantes à court terme sur la rentabilité globale des entreprises. Certains secteurs ou pays pourraient réagir à des ajustements des taux d'imposition, des réglementations ou des termes de l'échange, mais le nouveau paysage politique ne devrait pas nettement léser la capacité bénéficiaire des titres détenus par les investisseurs, dès lors qu'ils sont largement diversifiés. Cela dit, la situation de la rentabilité bénéficiaire dans la zone euro est relativement terne actuellement, en raison largement de la timide croissance du secteur financier, qui pâtit toujours des taux d'intérêt négatifs, de la faible demande de prêts et de la part relativement élevée des prêts non performants.

« Le problème est que lorsque deux gouvernements en Europe affichent des opinions divergentes, une crise surgit immédiatement. »

– Jean-Claude Juncker

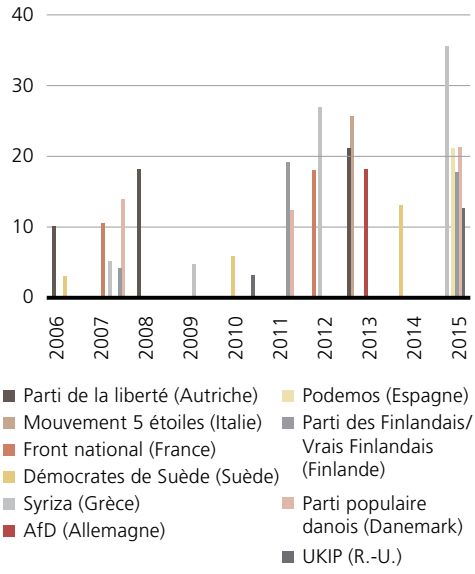
Toutefois, les élections pourraient avoir davantage de conséquences pour les banques de la région. Les mesures de la BCE sont parvenues à limiter les retombées politiques, les écarts de crédit des banques s'étant même resserrés depuis le vote du Brexit au Royaume-Uni. Cependant, de bons résultats du Front National en France pourraient perturber en particulier le secteur bancaire européen, étant donné que même la possibilité qu'un pays de la zone euro envisage de quitter l'UE pourrait alimenter la crainte de non-appariement de l'actif et du passif pour les prêteurs de la région.

En raison des incertitudes politiques, associées à une croissance économique et bénéficiaire en berne, d'autres régions que l'Europe offrent de meilleures opportunités de placement (voir les dix meilleures idées pour 2017, pp. 45-73). Les investisseurs présentant une exposition à long terme à l'Europe devraient privilégier les entreprises qui réalisent une grande part de leur chiffre d'affaires sur les marchés émergents (p. 51) ou qui restituent des liquidités à leurs actionnaires par le biais de dividendes et de rachats d'actions (p. 58).

Fig. 9

Les partis anti-establishment gagnent en popularité en Europe

% des voix remportées



Source: résultats des élections nationales

Industry Leader Insight

Les clients entrepreneurs de l'UBS Industry Leader Network se sont retrouvés récemment pour discuter des scénarios à risques susceptibles d'affecter leurs entreprises. A leurs yeux, la crise de la migration constitue un risque clé.

Les participants jugent probable une poursuite des flux de réfugiés de Syrie et sont d'avis que l'accord sur les réfugiés conclu entre l'Union européenne et la Turquie pourrait passer à la trappe. L'accroissement de la migration vers l'Allemagne, durant une année électorale, pourrait compromettre la réélection d'Angela Merkel, ce qui pourrait déstabiliser l'Allemagne et l'ensemble de la région sur le plan politique, au profit des partis populistes européens.

Les dix meilleures idées pour 2017

1. Actions américaines
2. Actions des marchés émergents
3. Panier de monnaies des marchés émergents
4. REIT d'Asie-Pacifique
5. Dividendes et rachats d'actions
6. Emprunts senior américains
7. TIPS américains
8. Palladium et platine
9. Placements alternatifs
10. Vendre les obligations de haute qualité

Cliquez sur l'article

« L'être humain se distingue des primates moins évolués par sa passion pour les listes. »

– H. Allen Smith

Idée 1

Actions américaines

Malgré le très net redressement observé après les planchers atteints en 2009, nous estimons que les actions américaines restent bien placées pour poursuivre leur hausse en 2017.

La croissance économique a encore de la marge

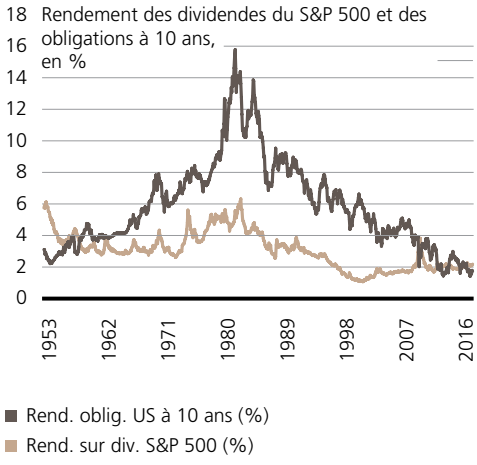
Les indicateurs avancés signalent une recrudescence de l'activité tant dans le secteur manufacturier que dans les services, ce qui devrait se traduire par une hausse des chiffres d'affaires et des bénéfices pour les entreprises américaines, d'autant plus que l'effet de frein exercé par le recul des prix du pétrole et le dollar fort se dissipe.

Secteur américain de la santé. Selon nous, ce secteur va progresser au fur et à mesure que les craintes d'un durcissement de la réglementation des prix des médicaments s'atténueront au lendemain des élections aux Etats-Unis. Les titres pharmaceutiques devraient profiter d'un renforcement des portefeuilles de produits en développement, de sources de revenus diversifiées ainsi que d'évaluations intéressantes, qui ne reflètent pas notre prévision d'une croissance bénéficiaire entre 5 et 10%.

Le CIO prévoit pour les Etats-Unis une progression des bénéfices par action de 8% en 2017. Toute éventuelle mesure de relance budgétaire adoptée par la nouvelle

Fig. 10

Les actions sont bon marché par rapport aux obligations en comparaison historique



Source: Datastream

administration aux Etats-Unis pourrait soutenir encore le contexte économique.

La politique monétaire restera probablement accommodante
L'inflation augmente, tout en restant confortablement en deçà de la cible de la Réserve fédérale américaine. Celle-ci va vraisemblablement relever le coût de l'emprunt (le CIO anticipe une hausse des taux en décembre et deux relèvements supplémentaires l'an prochain), mais elle n'est aucunement sous pression pour durcir agressivement sa politique et compromettre ainsi l'expansion conjoncturelle. Les conditions financières semblent donc devoir rester favorables pour les entreprises et les consommateurs.

Les évaluations ne sont pas excessives
Il est vrai que les évaluations absolues des actions américaines, comme le ratio prix/bénéfices (PER), sont légèrement supérieures à la moyenne, mais elles ne sont pas exagérées au vu de la faible inflation et de la croissance durable. Historiquement, les PER tendent à augmenter lorsque les taux d'intérêt remontent à partir de faibles niveaux. En outre, les évaluations des actions sont intéressantes en comparaison avec les obligations.

Valeurs technologiques américaines. Actuellement axée sur les consommateurs, la croissance pourrait se réorienter vers les entreprises, car celles-ci cherchent à investir. Nous privilégions le secteur informatique, dont les évaluations n'apprécient pas suffisamment la durabilité du modèle d'affaires fondé sur les abonnements dont bénéficient les technologies telles que l'informatique dématérialisée (*cloud computing*). L'an prochain, la branche va être soutenue par l'accélération de la croissance des bénéfices par action, les évaluations relatives attrayantes et les distributions continues de liquidités aux actionnaires. A long terme, la demande de logiciels protégeant des cyberattaques pourrait également continuer de croître.

Valeurs financières américaines. Le raffermissement des données relatives à l'inflation et à la croissance aux Etats-Unis devrait faire grimper les taux d'intérêt à long terme. Vu les énormes réserves de liquidités restant actuellement sur la touche, les banques n'ont pas eu besoin de relever la rémunération des dépôts malgré la hausse des taux des fonds fédéraux. Un creusement de l'écart entre les taux de dépôt des banques et les actifs à échéance plus longue devrait soutenir la rentabilité. L'activité sur les marchés des capitaux s'améliore et les évaluations semblent attrayantes. Enfin, l'assouplissement de la réglementation sous le nouveau gouvernement américain pourrait apporter un soutien supplémentaire.

Idée 2

Actions des ME

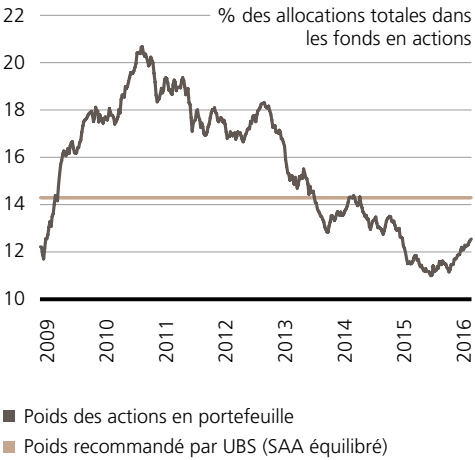
Après plusieurs années de sous-performance par rapport aux marchés développés (MD), les actions des marchés émergents (ME) ont surperformé jusqu'ici en 2016. L'incertitude politique pourrait alimenter la volatilité à court terme, mais le CIO estime que les actions des ME peuvent tirer leur épingle du jeu l'an prochain.

Les taux de croissance régionaux devraient s'accélérer l'an prochain. En octobre 2016, les indicateurs avancés de l'activité économique dans les marchés émergents, tels que les indices des directeurs d'achat, ont révélé un quatrième mois d'expansion consécutive.

Ce regain de vigueur dans le monde émergent n'est pas dû exclusivement à la croissance de la demande intérieure provenant de la classe moyenne. Ainsi, les termes de l'échange se sont améliorés et les producteurs de matières premières devraient bénéficier de prix stables ou en hausse, le CIO tablant pour l'an prochain sur une progression du prix du Brent à 60 USD le baril.

Fig. 11

Les investisseurs sont actuellement sous-exposés aux marchés émergents



Source: EPFR, IIF ; * inclut les fonds de placement et les ETF ; non corrigé de l'évaluation

Les bas taux d'intérêt dans le monde se traduisent par des liquidités abondantes dans les pays émergents. Les taux d'intérêt semblent appelés à rester faibles dans l'année qui vient. Certes, le CIO anticipe deux tours de vis de la part de la Réserve fédérale américaine ainsi qu'une diminution de l'ampleur des programmes d'achat d'obligations de la Banque centrale européenne. Néanmoins, les politiques monétaires ne seront durcies que graduellement. Par ailleurs, la prime payée par les entreprises des marchés émergents pour l'émission d'emprunts investment grade reste proche de son plus bas niveau depuis deux ans.

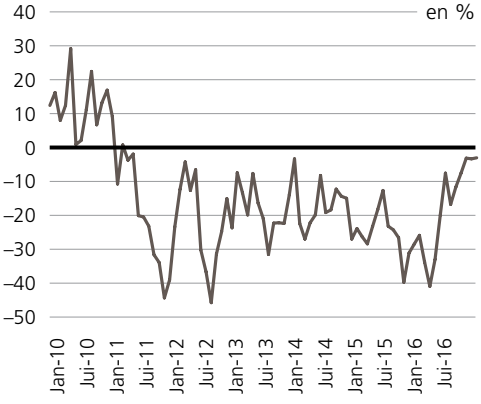
En outre, le CIO mise sur un essoufflement du dollar américain au fur et à mesure que les investisseurs escompteront le lent rythme de resserrement des taux aux Etats-Unis. C'est là un facteur important pour les entreprises des marchés émergents, car bon nombre d'entre elles génèrent leur chiffre d'affaires en monnaie locale, mais assurent le service de leur dette en dollars. Une dépréciation du billet vert l'an prochain réduirait donc le coût de leur passif, dopant potentiellement les bénéfices de ces entreprises.

Bénéficiaires européens du monde émergent. Selon nous, les actions de la zone euro exposées aux marchés émergents devraient battre l'indice large MSCI Europe l'an prochain. Nos titres privilégiés comportent une exposition aux marchés émergents de 20% au moins et un potentiel de croissance bénéficiaire supérieure à la moyenne, et leurs cours pourraient se montrer moins volatils qu'un engagement direct sur les marchés émergents. Après cinq années de baisse des monnaies émergentes, qui a réduit la valeur en euro des bénéfices rapatriés, les effets de change liés aux marchés émergents ont cessé de représenter un obstacle important pour les entreprises de la zone euro exposées aux pays en développement. Les bénéfices de ces sociétés s'accélèrent, et leurs cours boursiers devraient commencer à refléter cette amélioration.

Fig. 12

Les analystes sont de plus en plus positifs à l'égard des bénéfices des marchés émergents

Ratio des révisions bén. (hausse-baisse)/ (hausse+baisse)



Source: Datastream, UBS au 7 novembre 2016

Les bénéfices par action augmentent, grâce à des facteurs fondamentaux durables.

Les bénéfices des entreprises des marchés émergents ont enfin repris le chemin de la hausse, après avoir reculé d'un tiers depuis 2012. Ainsi, ils ont gagné 8% par rapport au plancher de février. En outre, les taux de révisions (la mesure du nombre relatif de révisions haussières et baissières des prévisions de bénéfice des analystes) sont passés de – 40% à un niveau équilibré de révisions positives et négatives.

Les investisseurs vont devoir surveiller l'évolution de la politique commerciale des Etats-Unis sous le nouveau gouvernement, mais nous estimons, à ce stade, que les fondamentaux des marchés émergents sont suffisamment solides pour s'imposer face à l'incertitude.

Idée 3

Panier de monnaies des ME

Les monnaies des marchés émergents (ME) ont compté parmi les grands gagnants en 2016. Toutefois, nous estimons que l'année prochaine sera à nouveau positive pour certaines d'entre elles.

A court terme, l'incertitude politique pourrait créer de la volatilité pour les monnaies des marchés émergents. Cependant, le contexte de bas rendements reste favorable et les évaluations sont attrayantes. Nous recommandons de surpondérer un panier de monnaies émergentes – dont le real brésilien, la roupie indienne, le rouble russe et le rand sud-africain, équipondérés – par rapport à un panier de monnaies des marchés développés (MD), également équipondérées (dollar australien, dollar canadien et couronne suédoise).

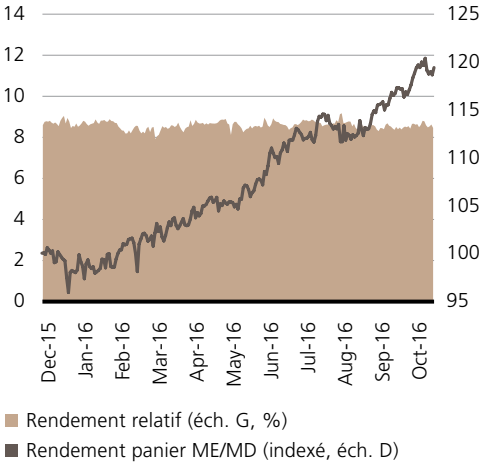
Notre sélection de monnaies émergentes offre un différentiel de taux d'intérêt conséquent.
Au moment d'écrire ces lignes, l'avantage de taux avoisinait 8%. Le Brésil offre le meilleur rendement dans notre groupe avec des taux à trois mois de 12% ; mais même le pays au taux le plus bas, l'Inde, génère 6%. En revanche, les taux dans les pays développés restent extrêmement bas, le panier utilisé à titre de financement générant un rendement de seulement 0,6%.

Le risque de nette baisse de ces monnaies émergentes est limité.
Bien que ces monnaies se soient redressées en 2016, elles restent nettement en retrait par rapport à leur niveau de ces cinq ou dix dernières années. Ainsi, notre panier ME a perdu 60% face au dollar américain depuis 2006, ce qui a rapproché ces monnaies de la juste valeur estimée par le CIO. Parallèlement, elles profitent du redressement des perspectives conjoncturelles. En 2016, les indices des directeurs d'achat ont dépassé le seuil de 50, qui constitue la ligne de démarcation entre expansion et contraction. Les prix des matières premières ont eux aussi progressé, soutenant les perspectives de croissance. Tant en Russie qu'au Brésil, l'économie devrait, selon nous, renouer avec l'expansion en 2017, après une profonde récession.

La diversification restreint le risque de perturbations politiques.
A la section *Fin de partie ?* (p. 12), nous avons souligné l'influence que peut exercer la politique sur les marchés. La Russie, le Brésil et l'Afrique du Sud ont tous été la proie de turbulences politiques au cours des dernières années. Cela dit, la probabilité de revers simultanés dans tous ces pays est moins élevée. Comme toujours, la diversification représente un instrument clé pour l'investisseur.

Fig. 13

Un panier de monnaies de marchés émergents contre un panier de monnaies de marchés développés aurait généré des performances stables



Source: UBS

Positionnement relatif : les investisseurs peuvent se protéger de la volatilité des monnaies émergentes en les appariant à une sélection de monnaies des marchés développés.
Les monnaies émergentes céderaient vraisemblablement du terrain en cas d'érosion des prix des matières premières et/ou de la croissance mondiale, mais ce repli toucherait aussi les monnaies des pays développés tributaires des matières premières, tels que le Canada et l'Australie. Pour sa part, la couronne suédoise est fortement corrélée avec la croissance mondiale. En conséquence, le panier de monnaies des marchés développés sélectionné pour financer la transaction devrait réduire le risque total de la position.

De plus, les banques centrales de ces pays devraient se montrer sensibles à toute appréciation sensible de leur monnaie, ce qui diminue encore le potentiel baissier de la position.

L'investissement sur les marchés émergents est risqué. Les monnaies émergentes sont vulnérables à un ralentissement de la croissance mondiale et à une montée du protectionnisme. En appariant ces paniers, nous avons toutefois tenté de réduire le potentiel baissier, et nous pensons que l'année 2017 sera elle aussi positive pour les monnaies émergentes.

Idée 4

REIT d'Asie-Pacifique

Les banques centrales vont probablement pêcher par excès de prudence, favorisant une politique monétaire accommodante même au prix d'une inflation accrue. Les sociétés d'investissement immobilier (REIT) d'Asie-Pacifique comptent parmi les secteurs qui devraient profiter de cette tendance.

Cette classe d'actifs offre un surcroît de rendement attrayant dans ce contexte de bas taux d'intérêt.
A nos yeux, les REIT sont assimilables à des obligations, tout en offrant une valeur relative aux investisseurs à la recherche de rendement. Au moment de la publication de ce rapport, les différentiels de rendement par rapport aux emprunts d'Etat à Singapour (450 points de base) et Hong Kong (400 pb) sont supérieurs à la moyenne mondiale de 306 pb. Selon nous, la demande persistante de rendement devrait contribuer à réduire cet écart, soutenant les cours des REIT.

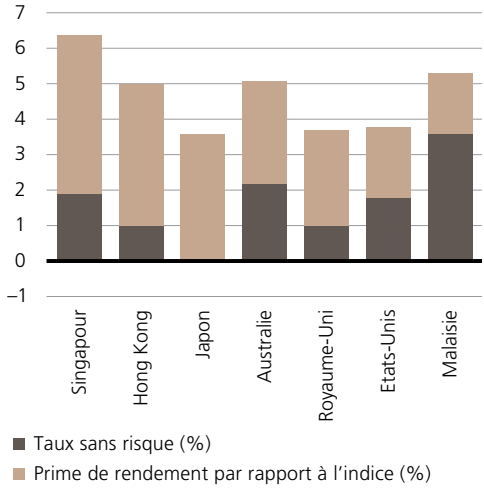
Les REIT d'Asie-Pacifique peuvent offrir aussi bien des dividendes stables qu'un potentiel de croissance.
Les REIT génèrent des dividendes plus prévisibles dans un contexte économique incertain, dans lequel des doutes quant aux bénéfices peuvent remettre en cause les dividendes. De fait, les entreprises asiatiques ont quelque peu réduit leurs distributions cette année, ce qui souligne l'importance de ce facteur.

L'environnement actuel de taux d'intérêt durablement bas et de lente croissance économique devrait favoriser les REIT de qualité bien capitalisés aux rendements sur dividendes pérennes. Notre sélection se concentre avant tout sur Singapour (rendement sur dividendes de 4,1% environ), Hong Kong et l'Australie. Bien que les fondamentaux immobiliers à Hong Kong soient faibles à très court terme, les REIT de ce territoire ne constituent qu'une part relativement modeste (12%) de l'indice APAC REIT.

Les évaluations demeurent attrayantes.
Les écarts de rendement à terme, qui permettent de juger si un REIT est avantageux ou non, s'établissaient à 5,2% au moment de la rédaction de ce rapport (novembre), contre un taux de référence « sans risque » de seulement 2%. Ce différentiel de 3,2% entre les deux rendements dépasse la moyenne à long terme de 2,9%.

Fig. 14

Les rendements sur les marchés REIT de la région APAC semblent attrayants par rapport aux taux sans risque



Source: Bloomberg, UBS

La quête d'actifs à meilleur rendement pourrait inciter les investisseurs à placer des capitaux dans les REIT d'Asie-Pacifique, augmentant ainsi leurs prix et ramenant l'écart de rendement vers sa moyenne à long terme. Une baisse de 0,3% de cet écart sur un horizon de placement de six à douze mois se traduirait par un rendement total potentiel de 10%. Nous distinguons même une possibilité de voir les écarts tomber au-dessous de la moyenne, améliorant encore les perspectives de gain des investisseurs.

Cependant, certains risques doivent être gardés à l'esprit. Si les Etats-Unis introduisent un programme de relance budgétaire de grande envergure ou si la Fed adopte une approche agressive et augmente les coûts de l'emprunt plus rapidement que nous ne l'anticipons actuellement, les REIT sensibles aux taux d'intérêt risquent d'évoluer en sourdine. Par ailleurs, une baisse structurelle des loyers ou une hausse des coûts d'exploitation pourrait peser sur les versements de dividendes.

Dans l'ensemble, toutefois, les perspectives de la classe d'actifs paraissent intéressantes. Malgré les durcissements monétaires prévus pour 2017 aux Etats-Unis, les taux d'intérêt demeurent inférieurs à l'inflation ; nous pensons donc que les REIT d'Asie-Pacifique poursuivront leur hausse l'an prochain.

Idée 5

Dividendes et rachats d'actions

Les rendements obligataires sont extrêmement faibles en Suisse, dans la zone euro et au Japon. Dans ces pays, les entreprises offrant un flux de revenu fiable ont encore gagné en attrait.

Historiquement, de nombreux investisseurs se sont tournés vers les obligations en tant que source de revenus et les actions en tant que source de gains en capital. Toutefois, dans un environnement marqué par de très bas rendements, les obligations ne procurent plus suffisamment de revenus. C'est particulièrement le cas en Suisse, dans la zone euro et au Japon. Ainsi, la part des emprunts d'Etat affichant un rendement négatif se monte désormais à 51% dans la zone euro, 77% au Japon et 85% en Suisse.

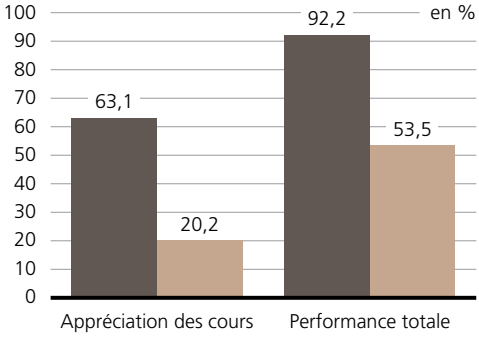
Bonne nouvelle, certaines actions peuvent contribuer à combler la lacune. Pour 2017, nous estimons que les investisseurs en quête de revenus peuvent opter pour une sélection d'actions de la zone euro, de Suisse et du Japon en guise d'alternative aux titres à revenu fixe. Le CIO favorise les actions offrant des distributions durables et une croissance du dividende supérieure à la moyenne.

Dans la zone euro : les dividendes ont toujours constitué un élément important du rendement touché par les investisseurs, représentant environ un tiers des gains à long terme du MSCI EMU. Mais le rôle des dividendes a gagné en importance dans ce contexte de bas rendements. Début novembre, alors que les rendements des emprunts d'Etat à dix ans dépassaient tout juste zéro, l'indice boursier MSCI EMU générait un rendement sur dividendes de quelque 3,7%. Cet écart est proche de son sommet historique. Et notre sélection de titres de la zone euro présentant une forte croissance du dividende affiche un rendement moyen sur dividendes encore supérieur. Dans l'hypothèse de politiques relativement favorables aux actionnaires et d'une croissance économique régulière, ces entreprises devraient pouvoir continuer d'augmenter leurs dividendes.

Fig. 15

La croissance des dividendes est primordiale

Performance moyenne des actions et rendement total des 73 grandes capitalisations suisses cotées sans interruption et distribuant des dividendes depuis 2006. Toutes les actions sont équipondérées.



Source: FactSet, UBS

En Suisse : le marché des actions génère un rendement sur dividendes de plus de 3,5% pour l'indice SMI, contre des rendements bien inférieurs à 1% sur le marché des obligations d'entreprise en francs suisses. Ici aussi, le CIO a identifié diverses actions offrant des dividendes durables et en croissance, dans un contexte marqué par un faible endettement en comparaison historique et une solide rentabilité des entreprises suisses.

Au Japon : les entreprises nippones disposent d'abondantes liquidités. Leur trésorerie évolue à des sommets historiques, tandis que leur ratio dette/fonds propres est à son plus bas niveau depuis 15 ans. Traditionnellement, les entreprises nippones étaient réputées pour leurs faibles distributions de dividendes. Cette situation est toutefois en train de changer. Le nouveau code de gouvernance et de gestion des entreprises encourage des politiques plus favorables aux actionnaires. Déclenchée par des investisseurs plus exigeants ainsi que par la pression en faveur d'une dissolution des participations croisées et de l'accroissement du rendement des fonds propres, la réorientation en faveur des rachats d'actions est déjà en cours. En novembre, les programmes de rachat nippons avaient augmenté de 17% par rapport à l'année précédente. Nous pensons que les investisseurs peuvent réaliser une bonne opération en achetant les actions de sociétés qui exécutent des programmes de rachat, ou qui sont bien placées pour le faire. Les sociétés qui ont annoncé des rachats d'actions ont surperformé le marché de plus de 30% depuis janvier 2012.

Dans l'ensemble, l'opinion du CIO concernant ces trois marchés d'actions n'est pas positive, mais leurs perspectives bénéficiaires devraient se révéler suffisamment stables pour permettre des distributions toujours élevées par les entreprises que nous avons identifiées. Dans un environnement de bas rendements, les dividendes sont rois.

Idée 6

Emprunts senior américains

Dans un contexte de croissance économique raisonnable, d'accélération de l'inflation et de hausse probable des taux par la Fed, nous estimons que les emprunts américains de premier rang (« senior loans ») comptent parmi les segments du revenu fixe les plus attrayants pour 2017.

En 2016, les titres à haut rendement américains se sont distingués sur les marchés du revenu fixe, gagnant 13% les dix premiers mois de l'année. Cette envolée a toutefois réduit l'attrait de ces actifs. Les emprunts senior semblent mieux placés pour se distinguer en 2017.

Ils sont attrayants dans un contexte de bas rendements du revenu fixe. Evoluant entre 5 et 6%, le rendement des emprunts senior offre une surprime de 4% par rapport aux obligations d'entreprise investment grade de courte durée. Même dans l'hypothèse d'une hausse des taux de défaillance de 2% actuellement vers la moyenne à long terme de 3%, on peut s'attendre à une performance entre 3 et 5% pour ce segment.

Les coupons peuvent être ajustés vers le haut, fournissant une protection contre un relèvement des taux de base. Le taux variable caractéristique des emprunts senior réduit le risque de duration. Ainsi, un tel emprunt est typiquement indexé sur le LIBOR USD à trois mois, et son coupon est adapté en moyenne tous les 45 à 60 jours. Un seuil minimum existe pour cet ajustement, qui s'élève globalement à 98 points de base en sus du LIBOR. Toute-

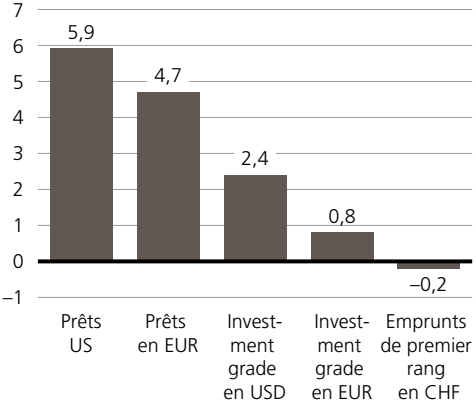
fois, une fois ce niveau dépassé, les coupons des emprunts senior suivent la hausse des taux d'intérêt. Les prévisions tablant sur un resserrement des rênes monétaires aux Etats-Unis en décembre, suivi de deux resserrements en 2017, nous misons sur une augmentation de la demande en faveur de cette classe d'actifs.

Le risque de crédit est inférieur à celui des obligations à haut rendement.
Dans l'ensemble, nous sommes optimistes quant aux perspectives de la conjoncture et des entreprises aux Etats-Unis. Nous prévoyons une hausse des bénéfices par action de 8% en 2017, contre un niveau estimé de 1% seulement en 2016. Cela dit, le cycle de crédit américain est relativement avancé, et les investisseurs doivent garder à l'œil le risque de hausse des défauts de paiement. Historiquement, les emprunts senior ont affiché des taux de défaillance similaires à ceux des obligations à haut rendement, mais leurs taux de recouvrement sont meilleurs car ils sont souvent garantis par les actifs de l'entreprise et sont prioritaires dans la structure des fonds propres. Au cours des vingt dernières années, les pertes annuelles moyennes sur créances de premier rang se sont inscrites à 1,3%, soit moins de la moitié des 2,8% perdus sur les obligations à haut rendement.

Fig. 16

Avantage de rendement pour les prêts senior

Rendements actuels (%)



Source: BAML, Datastream, UBS

Définition des emprunts senior.
Cette classe d'actifs consiste en prêts bancaires aux entreprises notés en dessous de la catégorie investment grade. Ces prêts possèdent plusieurs caractéristiques, dont un taux variable et un droit à l'égard des actifs de l'entreprise en cas de défaillance. Les emprunts senior sont négociés de gré à gré, ce qui signifie qu'ils sont moins liquides que d'autres actifs à revenu fixe. Sur les quinze dernières années, les prêts aux Etats-Unis ont affiché une volatilité annualisée de 6,8%, contre 9,8 et 14,7% respectivement pour le haut rendement et les actions. Par ailleurs, ils affichent une faible corrélation avec les autres classes d'actifs, ce qui accroît la diversification.

Idée 7

TIPS américains

L'inflation montre des signes d'accélération. Selon nous, le marché des titres indexés sur l'inflation sous-estime le risque de nouvelles hausses du renchérissement.

Aux yeux des investisseurs, l'inflation représente généralement une menace qui lèse la valeur réelle de leurs actifs. Toutefois, il devrait être possible de tirer parti de l'accélération de l'inflation en 2017.

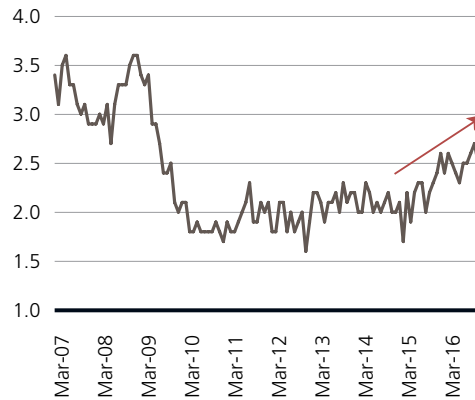
En effet :

L'absorption de la main-d'œuvre disponible sur le marché du travail est limitée, ce qui devrait présager une expansion plus rapide des salaires. Le chômage aux Etats-Unis est désormais retombé au niveau d'avant la crise financière, le salaire horaire moyen ayant commencé à grimper durant l'été 2016. Cette rémunération en hausse s'accompagne normalement d'une augmentation des dépenses discrétionnaires, qui favorise une progression des prix plus généralisée.

Fig. 17

Le faible taux de chômage aux Etats-Unis contribue à une accélération de la croissance salariale

Salaires horaires moyens américains de tous les employés



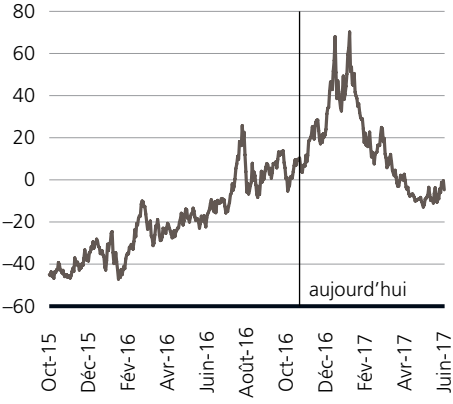
Source: Bloomberg

Les prix pétroliers semblent s'être stabilisés, ce qui élimine un élément clé tirant l'inflation à la baisse.
Entre le milieu de 2014 et le plancher atteint en février 2016, le baril de Brent a perdu 75% de sa valeur. Ce plongeon a contribué à des chiffres d'inflation (IPC) régulièrement inférieurs aux prévisions. Bien que le pétrole ne représente que 6% environ de l'indice des prix aux Etats-Unis, il exerce un impact démesuré sur les perceptions d'inflation. Selon nous, l'excédent mondial de l'offre va se résorber dans le courant de 2017, permettant au prix du baril de Brent de légèrement s'apprécier à 60 USD sur un horizon de 12 mois. L'effet de base de la stabilisation des prix pétroliers devrait alimenter l'inflation dans les prochains mois.

Fig. 18

L'effet de base des cours pétroliers contribuera à une accélération de l'inflation dans les prochains mois

Variations en rythme annuel du WTI, (hypothèse de stagnation des prix) (%)



Source: Bloomberg

La plateforme politique de Donald Trump se caractérise par un biais inflationniste.
En effet, sa politique budgétaire devrait privilégier l'expansion, et le futur président prône des mesures protectionnistes favorisant l'inflation, par le biais de tarifs douaniers et de la réduction de l'immigration.

Un repli du dollar devrait doper les prix à l'importation, donnant un nouvel élan à une hausse des prix.
Selon le Bloomberg Dollar Spot Index, la monnaie américaine s'est raffermie de 25% depuis le milieu de 2014. Cette vigueur du billet vert s'est exprimée par des prix à l'importation plus bas. Dernièrement toutefois, ces prix ont commencé à grimper sous l'effet de la stabilisation du dollar. Le CIO prévoit une dépréciation de la monnaie américaine en 2017 du fait de sa surévaluation actuelle.

En outre, les déclarations des responsables de la Réserve fédérale, y compris sa présidente Janet Yellen, suggèrent que le gardien monétaire est prêt à tolérer une inflation légèrement supérieure à sa cible de 2%. Fin 2016, Mme Yellen a indiqué que la Fed pourrait accepter une économie « à haute pression » pendant un certain temps pour encourager davantage de chômeurs découragés à réintégrer le marché du travail.

Le CIO estime que la meilleure performance sur cette position peut être obtenue en se concentrant sur les TIPS dont la duration est comprise entre trois et sept ans. Les attentes inflationnistes escomptées dans les titres à duration plus courte tendent à être plus volatiles et intègrent d'ores et déjà une nette hausse de l'inflation. Pour sa part, l'extrémité longue de la courbe des rendements est moins liquide.

Positionnement relatif : les investisseurs peuvent miser plus simplement sur les attentes inflationnistes en hausse en compensant une position longue sur les bons du Trésor indexés sur l'inflation (TIPS) par une position courte sur les bons du Trésor nominaux. Le financement des achats de TIPS par des titres nominaux s'accompagne d'un moindre risque que le financement en espèces. Une telle position relative offre une exposition limitée à la duration. Cependant, un durcissement des taux plus agressif que prévu par la Fed pourrait entraîner une sous-performance. Ce scénario paraît toutefois peu probable, vu l'accent placé par les décideurs monétaires sur une approche graduelle.

Idée 8

Palladium et platine

L'accélération de l'activité industrielle, l'incertitude politique et les taux d'intérêt réels en baisse devraient soutenir le palladium et le platine en 2017.

L'or et l'argent ont compté parmi les gagnants surprise en 2016. Les incertitudes politiques et financières tout au long de l'année, qu'elles soient liées à l'économie chinoise, au vote en faveur du Brexit au Royaume-Uni ou aux élections américaines, ont largement alimenté la demande de valeurs refuge telles que l'or.

Selon nous, les métaux précieux pourraient bien se comporter à nouveau en 2017. Nous privilégions toutefois les métaux précieux à application industrielle que sont le palladium et le platine.

L'activité industrielle s'accélère, accroissant le demande de palladium et de platine.
Les investisseurs ont souvent boudé ces deux métaux en 2016 en raison de la faiblesse des statistiques manufacturières et de la production industrielle pendant la première moitié de l'année. Les perspectives du secteur industriel semblent toutefois plus prometteuses l'an prochain, les indices PMI évoluant bien au-dessus de 50 dans la majeure partie du globe. On constate une augmentation de la demande de platine et de palladium pour les catalyseurs automobiles, qui transforment les émissions nocives en substances moins dangereuses, grâce aux ventes croissantes de véhicules légers et lourds en Chine et en Europe ainsi qu'au durcissement des normes d'émissions. En outre, la demande de platine pour la joaillerie devrait grimper à nouveau en Chine, car le prix de détail est inférieur à celui de l'or.

Ces deux métaux blancs connaissent une pénurie d'offre, notamment en raison de la contraction de l'exploitation minière.
Les bas prix se sont traduits par une période de sous-investissement. Par ailleurs, les stocks détenus par les producteurs sont bas, et il est donc peu probable qu'ils puissent combler l'écart entre l'offre limitée et la demande industrielle croissante.

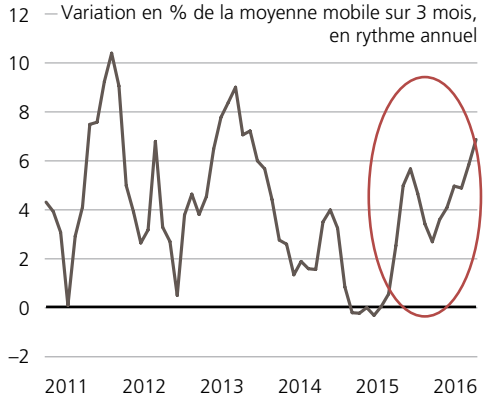
Les taux d'intérêt réels devraient rester bas.
Toute hausse des taux d'intérêt, et donc des coûts d'opportunité, nuit aux métaux précieux, qui n'offrent aucun rendement ni dividende. A première vue, le relèvement des taux par la Fed représente ainsi un point noir potentiel pour l'or et le platine. Néanmoins, les taux d'intérêt réels sont, selon nous, les plus importants et le durcissement monétaire aux Etats-Unis va probablement rester à la traîne de la hausse de l'inflation. Si les taux réels américains restent faibles, les prix des métaux précieux devraient jouir d'un appui solide.

Pour les investisseurs souhaitant miser sur le palladium et le platine, nous pensons qu'une faible allocation à l'or réduit les risques associés à cette position. Dans l'éventualité où la croissance mondiale ne répondrait pas à nos attentes, freinant ainsi la demande industrielle, l'or gagnerait du terrain, tandis que le palladium et le platine se retrouveraient sous pression.

A la lumière de la politique monétaire toujours accommodante des banques centrales, de l'incertitude politique persistante et de l'amélioration de la demande industrielle, ce panier de métaux précieux représente l'une de nos idées favorites pour 2017.

Fig. 19

La hausse des ventes d'automobiles devrait doper la demande de platine et de palladium



Source: Bloomberg, UBS

Idée 9

Placements alternatifs

Les hedge funds et marchés privés seront des composantes essentielles des portefeuilles des investisseurs en 2017. Les rendements des classes d'actifs traditionnelles devraient être modérés et une absence de corrélation sera plus précieuse que jamais.

Hedge funds
Selon nous, les hedge funds représentent une composante clé d'un portefeuille bien équilibré ; nous recommandons actuellement des allocations de 16% à 20% pour la plupart des investisseurs. Dans un environnement où la faiblesse des taux est probablement synonyme de rendements obligataires bas, nous pensons que les hedge funds offriront une solution de remplacement attrayante, présentant une faible corrélation, des rendements en hausse, une protection baissière et un risque qui demeure modéré.

En 2017, la performance devrait être dopée par :

- **Un relèvement régulier des taux d'intérêt américains**
  Par le passé, les stratégies de hedge funds se sont bien comporté dans les périodes de hausse des taux d'intérêt. L'indice HFRI Fund Weighted Composite a gagné près de 12% par an en moyenne au cours des trois derniers cycles de durcissement monétaire aux Etats-Unis. Même s'il est peu probable qu'un tel résultat se répète, il démontre que les hedge funds sont capables de générer une forte performance en valeur absolue et relative en périodes de hausse des taux d'intérêt.

- **Hausse des marchés des actions**
  Les hedge funds affichent un bêta légèrement positif par rapport aux marchés des actions et devraient gagner du terrain si le marché boursier poursuit sa reprise, comme nous le prévoyons (voir p. 97).

- **Plus forte dispersion des titres et normalisation de la volatilité**
  Au fur et à mesure que le cycle de reprise du marché des actions atteint une certaine maturité, les fondamentaux des titres jouent un rôle plus important dans l'évolution des cours, offrant aux gérants de stratégies long-short sur actions des opportunités de générer de l'alpha.

Nous tablons sur des rendements de 4 à 6% en 2017 pour l'ensemble de la classe d'actifs.

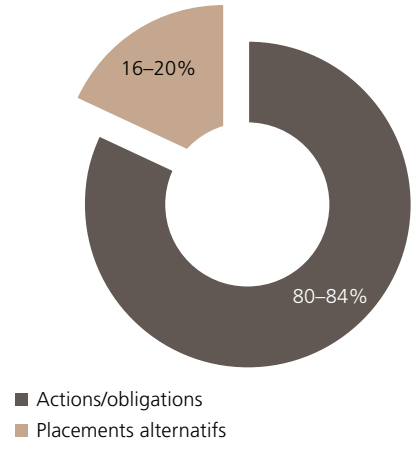
Un portefeuille bien diversifié, investissant dans un éventail de gérants et de styles, reste la meilleure stratégie de placement dans les hedge funds. En 2016, par exemple, la diversification du portefeuille de hedge funds par l'entremise de gérants de stratégies systématiques de négoce aurait nettement amélioré les caractéristiques de risque/rendement, la stratégie dégageant des résultats positifs alors que d'autres étaient malmenées. A titre de placement individuel, la stratégie se classe en revanche parmi les moins performantes en 2016.

Le secteur des hedge funds a subi des sorties de fonds récemment, imputables en partie aux remboursements de fonds de fonds et à l'engouement pour les ETF (exchange traded funds) à bêta intelligent. Nous estimons que cette vague de ventes crée une occasion unique pour les investis-

Fig. 20

Les placements alternatifs constituent un élément clé dans un portefeuille bien diversifié

Pondération stratégique du CIO des placements alternatifs pour la plupart des profils de risque



Source: UBS

seurs privés d'accroître leur allocation aux hedge funds et de la confier à des gérants de premier ordre.

Marchés privés
Pour les investisseurs dont les besoins en capitaux sont limités à court terme, 2017 pourrait aussi être une bonne année pour explorer des stratégies de marché privé.

Les inscriptions à la cote des actions semblent être sur le point de passer de mode : le nombre de sociétés américaines cotées a en effet quasiment diminué de moitié depuis le pic atteint en 1996. En particulier, bon nombre des entreprises technologiques les plus dynamiques restent privées sur une plus longue période. On compte actuellement dans le monde 177 sociétés privées évaluées à 1 milliard d'USD ou plus, selon CB Insights. Une exposition diversifiée aux entreprises qui sont le moteur de l'économie mondiale exige désormais des investisseurs qu'ils s'engagent dans une certaine mesure sur les marchés privés.

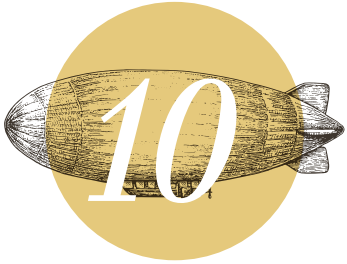
Ces stratégies offrent aussi aux investisseurs de nouvelles sources de rendement potentielles, comme une prime d'illiquidité pour l'immobilisation de capitaux, qui sont importantes dans un environnement de faibles rendements. Elles multiplient les possibilités d'investissement disponibles en incluant les sociétés et les actifs illiquides : les gérants de fonds du marché privé peuvent tirer parti plus facilement des distorsions de prix des actifs grâce à leurs perspectives à long terme, au capital-investissement immobilisé et à leur capacité à obtenir des informations pertinentes qui ne sont pas aussi aisément accessibles à l'investisseur moyen.

Dans un univers de faibles rendements, le choix du gérant revêt une importance particulière car l'écart de performance entre le premier et le dernier quartile des fonds de private equity est nettement plus large que pour les fonds en actions et en obligations, pouvant même dépasser 20%. L'accès aux gérants de private equity de premier ordre est tout aussi important car ils peuvent créer une valeur significative dans les sociétés de leurs portefeuilles en exploitant leurs connaissances du secteur, en optimisant les structures de capital et en partageant les meilleures pratiques parmi ces entreprises.

Nous tablons toujours sur des rendements à long terme de l'ordre de 8,5 à 12% pour les investisseurs qui maintiennent des allocations conséquentes aux marchés privés, diversifiées par stratégie, par région et par exercice.

Idée 10

Vendre les obligations de haute qualité



Les obligations de haute qualité génèrent des rendements négligeables et sont exposées à des risques croissants. Les investisseurs peuvent envisager de répliquer certaines des caractéristiques d'assurance de ces titres à l'aide d'autres actifs ou approches.

Les risques pesant sur les titres de haute qualité augmentent. L'inflation commence à s'accélérer et se situe désormais à son niveau le plus élevé depuis deux ans en Europe et aux Etats-Unis. Des mesures de relance budgétaire accrues sous la présidence républicaine pourraient accroître encore les attentes sur le front de l'inflation. Et si la croissance économique dépasse les attentes, il existe un petit risque que la Réserve fédérale américaine soit contrainte de durcir ses taux plus agressivement que nous ne l'anticipons actuellement, ou que la Banque centrale européenne doive alléger son programme d'assouplissement quantitatif. Les obligations de haute qualité offrent peu de protection contre la hausse des taux d'intérêt ou les risques d'inflation à plus long terme.

Les alternatives aux titres de haute qualité.

Pour la plupart des investisseurs, une certaine allocation aux obligations de haute qualité est judicieuse, mais nous distinguons plusieurs alternatives potentiellement intéressantes pour préparer les portefeuilles aux défis actuels :

- **Vente des obligations assorties d'une forte probabilité de rendement négatif.**
  Il est important de détenir des obligations de premier ordre dans un portefeuille. Toutefois, cela ne veut pas dire que les investisseurs doivent conserver des titres ayant une probabilité très élevée de générer des moins-values. Ainsi, les investisseurs devraient vendre les obligations à courte duration assorties d'un rendement à l'échéance nettement négatif, ainsi que les emprunts à duration plus longue qui sont particulièrement vulnérables aux remontées des taux d'intérêt.

- **Obligations américaines indexées sur l'inflation.**
  L'inflation représente un risque important pour les détenteurs d'obligations de haute qualité : elle réduit la valeur nominale du capital et des coupons, tout en augmentant le danger provenant du relèvement des taux d'intérêt. Les investisseurs cherchant à atténuer le risque lié à l'inflation tout en restant engagés dans des titres de premier ordre peuvent envisager les obligations indexées sur l'inflation. Les TIPS américains (Treasury Inflation Protected Securities) comptent parmi nos dix meilleures idées pour 2017 (voir p. 63), car le marché sous-estime, à nos yeux, le risque d'accélération du renchérissement.

- **Placements alternatifs.**
  Les investisseurs plus enclins au risque qui recherchent aussi bien du rendement qu'une diversification du portefeuille peuvent également envisager des alternatives aux obligations, telles que des hedge funds. Aux points de revirement de la politique monétaire, les corrélations entre actions et obligations peuvent augmenter, réduisant l'effet de diversification apporté par les emprunts de haute qualité. Les placements alternatifs offrent une troisième source de revenus présentant une corrélation potentiellement moindre que les obligations et actions pendant les périodes d'incertitude quant à l'évolution monétaire (pour en savoir plus, voir p. 68).

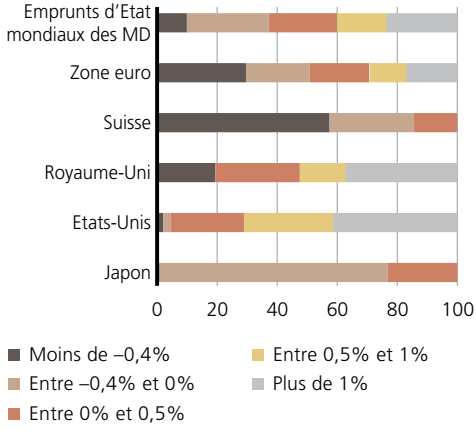
- **Couverture systématique.**
  Les investisseurs qui détiennent des obligations de haute qualité pour se protéger contre un plongeon des marchés des actions, mais qui restent incertains au sujet des hausses de taux peuvent envisager une approche de couverture systématique. L'acquisition systématique de couvertures sur des marchés moins fréquemment négociés peut diminuer le risque de fortes pertes au niveau du portefeuille tout en réduisant les coûts de la couverture.

- **Allocation systématique.**
  Les investisseurs souhaitant la sécurité des obligations dans les phases de volatilité des marchés et le potentiel haussier des actions en périodes de calme peuvent envisager une approche d'allocation systématique, qui utilise des signaux quantitatifs pour accroître la part des actions lorsque le contexte de marché est favorable et la réduire lorsque les conditions se dégradent (pour en savoir plus, voir p. 90).

Fig. 21

Près de 40% des emprunts d'Etat dans le monde présentent un rendement négatif

Part du marché des emprunts d'Etat, par rendements



Source: Bloomberg

Investissements à long terme

Dans ce contexte de risques politiques, de croissance anémique et de marchés volatils, il est compréhensible que les investisseurs se lassent du cycle des actualités financières. Les investissements à long terme peuvent offrir un certain répit à cet égard.

Bien que les investisseurs ne puissent guère se permettre de fermer les yeux devant les événements actuels, le CIO estime que les portefeuilles peuvent profiter de tendances pluridécennales, comme l'urbanisation, le vieillissement de la population mondiale et l'apparition d'une classe moyenne aisée dans les pays émergents. Ces tendances devraient se poursuivre indépendamment des résultats d'élections, des décisions des banques centrales ou de la phase du cycle économique.

Dans ce numéro de *Year Ahead*, nous présentons trois tendances :

- **Rattrapage du retard dans le secteur de la santé des marchés émergents**
  Avec l'augmentation de la prospérité dans les pays en développement, leurs dépenses de santé croissent bien plus vite que le PIB. Cela crée un grand nombre d'opportunités pour les entreprises privées.

Accédez à des témoignages d'entrepreneurs de ces secteurs à l'adresse :
www.ubs.com/globalvisionaries

- **Efficacité énergétique**
  Economiser du carburant peut être tout aussi lucratif que de le produire. Les gouvernements tout autour du globe multiplient les incitations à réduire les émissions de carbone et à diminuer la consommation d'énergie. Les normes correspondantes couvrent désormais 30% du carburant utilisé au plan mondial, contre 11% au début du millénaire.

- **Le déficit de formation**
  Les gouvernements peinent à répondre à l'essor de la demande d'enseignement supérieur et de formation. Ce besoin est satisfait par le secteur privé. Ainsi, quelque trois quarts des étudiants universitaires au Brésil fréquentent une institution à but lucratif. Des opportunités existent aussi bien dans le monde émergent que dans les pays développés.

Ces articles contiennent des opinions d'intervenants externes à CIO Wealth Management. Ces personnes ne sont pas soumises à toutes les dispositions légales sur l'indépendance de l'analyse financière. En particulier, les « Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière » de l'Association suisse des banquiers (ASB) ne s'appliquent pas.

« Les arbres qui sont lents à se développer portent les meilleurs fruits. »

– Molière

Cliquez sur l'article

Formation

Soins de santé dans les marchés émergents

Efficacité énergétique

Formation

La croissance de la demande et l'apparition de nouveaux outils d'apprentissage créent des opportunités pour les entreprises privées.

Marieme Jamme s'est fixé pour mission de venir au secours de celles qu'elle appelle les « millions qui manquent » : les filles sans accès à l'école ou à la formation. Forte de son succès dans le domaine technologique, cette cheffe d'entreprise africaine a fondé iamtheCODE, une académie qui enseigne la programmation informatique à des jeunes filles vulnérables. Victime de la traite à l'âge de 15 ans, elle a été amenée en Europe pour y travailler en tant que prostituée. Elle estime qu'elle aurait pu éviter ce sort si de telles possibilités de formation lui avaient été offertes.

> « Nous cherchons à combler la lacune que le gouvernement ne remplit tout simplement pas »,
>
> explique-t-elle.

Cette lacune mise en avant par Marieme Jamme est un phénomène mondial. Dans les pays émergents, la classe moyenne grandissante devient de plus en plus consciente des avantages économiques découlant de la formation. Au Brésil, par exemple, un diplômé universitaire peut s'attendre à gagner quelque 130% de plus qu'une personne moins bien formée, d'après les données de l'OCDE. (Dans les pays riches, la surprime moyenne est plus modeste, mais reste à un niveau considérable de 48%.)

> « Cet écart salarial important semble imputable en partie au nombre relativement restreint de diplômés dans un grand nombre de pays en développement »,
>
> affirme Daniel Sanchez Serra, analyste de la formation auprès de l'OCDE.

Alors que près de deux tiers des ressortissants américains avaient fréquenté un collège ou une université en 2013, ce pourcentage s'élevait à 31% seulement au Brésil

et 19% en Inde. Il reste donc une grande marge de rattrapage, surtout au vu des revenus en hausse, qui impliquent que davantage de personnes sont à la fois capables et désireuses de payer les frais de formation. En Chine par exemple, le pourcentage du revenu familial consacré à la formation a été multiplié par 13 entre 1985 et 2012, selon les chiffres de Xueda.

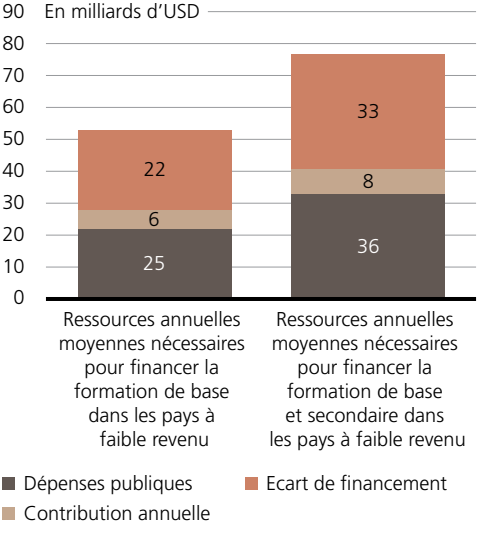
Le visage changeant de la formation

Parallèlement, dans les pays développés, un marché de l'emploi plus fluide encourage les travailleurs à poursuivre leur formation bien après la fin de la scolarité traditionnelle. Selon une étude menée en 2016 par LinkedIn, les employés américains de moins de 32 ans changent généralement d'emploi quatre fois au cours des dix premières années sur le marché du travail, soit deux fois plus souvent que la génération précédente. Dans les décennies à venir, on peut par ailleurs s'attendre à ce qu'un nombre croissant de personnes changent d'emploi en raison des progrès technologiques, notamment dans la robotique et l'intelligence artificielle, ce qui les incitera à acquérir de nouvelles compétences.

Mondialement, la demande en matière de formation croît environ deux fois plus vite que la production économique. En conséquence, les gouvernements peinent à suivre le mouvement, surtout en période de déficits budgétaires élevés et d'endettement en hausse dans de nombreux pays. De plus en plus, le gouffre qui se creuse au niveau des dépenses crée des opportunités pour les entreprises.

Fig. 22

Ecart mondial dans le financement de la formation



Source: UNESCO – Education for All Global Monitoring Report; Youth and Skills: Putting Education to Work, (UNESCO, 2012).

« Les gouvernements restent la force dominante dans l'enseignement de base. Ils veillent à ce que leurs citoyens sachent lire et compter et, dans bien des cas, leur permettent de suivre des études supérieures »,

déclare Hyde Chen, stratège au sein du Chief Investment Office d'UBS.

« C'est dans les domaines de la formation professionnelle, des langues et des tests standardisés que les gouvernements sont relégués au second plan par un nombre croissant d'entreprises du secteur privé. Et la part du marché de l'enseignement supérieur détenue par ces entreprises privées augmente rapidement. » Ainsi, au Brésil, la demande accrue d'études supérieures est partiellement satisfaite par des entreprises à but lucratif. De ce fait, trois quarts des sept millions d'étudiants universitaires au Brésil fréquentent actuellement des institutions privées.

Une révolution technique apporte l'enseignement au grand public

La technologie représente une force formidable permettant aux entreprises d'accéder à un marché encore plus vaste.

« Pour bien des gens, la difficulté de se rendre en classe les a empêchés de suivre une scolarité ou une formation, soit parce qu'ils habitent dans un endroit reculé, soit parce qu'ils doivent travailler pendant la journée. Cette contrainte pesant sur le marché s'allège peu à peu »,

explique Gerard Robinson, spécialiste de la formation à l'American Enterprise Institute.

Les entreprises comme la société kényane OneUni tirent parti de l'usage quasi-universel des téléphones mobiles en Afrique, même parmi les couches de population à faible revenu. En partenariat avec des universités de la région, OneUni propose des cours interactifs conçus pour les appareils mobiles.

En outre, les didacticiels en ligne peuvent être fournis à moindres frais, avec un bas coût marginal pour chaque étudiant supplémentaire. C'est là une recette possible pour accroître les marges bénéficiaires. Une étude menée par William Bowen, l'ancien président de l'université de Princeton, a révélé que le passage d'un modèle d'enseignement universitaire traditionnel à un format hybride en ligne pourrait réduire les frais de personnel de l'ordre de 37 à 57% – un chiffre qui n'inclut pas les économies potentielles provenant de la réduction du nombre de bâtiments nécessaires sur le campus.

Le gain d'efficacité de cette approche peut être évalué à la lumière de l'expérience faite par la Kahn Academy, un établissement en ligne sans but lucratif qui dessert 15 millions d'étudiants par mois avec un budget de 24 millions d'USD seulement et une main-d'œuvre se limitant à 100 personnes.

Jusqu'ici, l'académie iamtheCODE de Marieme Jamme a donné une chance à 2000 filles en Afrique, qui ont suivi son cours de codage. Elle assure cette formation gratuitement, tout en estimant que les fournisseurs privés de services éducatifs « pourraient représenter le salut » de millions de personnes supplémentaires qui considèrent la formation comme la clé du succès.

Apprenez-en davantage sur le parcours de Marieme sur le site
www.ubs.com/globalvisionaries

Soins de santé dans les marchés émergents

Le vieillissement, la prospérité croissante et même le tourisme médical dopent la demande de soins de santé dans les marchés émergents.

Il y a douze ans, la mère de Shaffi Mather a eu besoin d'une intervention médicale urgente. Il l'a transportée à l'hôpital sur la banquette arrière de sa voiture. « Même quand on est riche (en Inde), on amène soi-même les membres de la famille ou les amis à l'hôpital en cas d'urgence. Certes, l'Inde a des ambulances, mais ces véhicules n'ont pas d'équipement de survie ni de personnel médical qualifié. »

Par la suite, alors qu'il attendait que sa mère se rétablisse au service de soins intensifs, il a eu une révélation. La pénurie de soins d'urgence l'a inspiré à fonder MUrgency, une application mobile qui relie les personnes nécessitant une intervention immédiate à une communauté de professionnels de santé ainsi qu'à leur réseau.

Le moment est venu de rattraper le retard

Le cas de Mather et de MUrgency s'inscrit dans une tendance plus large d'évolution de l'infrastructure médicale dans les marchés émergents (ME). Après avoir négligé la question pendant des années, les gouvernements de ces pays se retrouvent sous pression car le vieillissement de la population et la prospérité grandissante s'allient pour accroître les coûts et la complexité des services de santé.

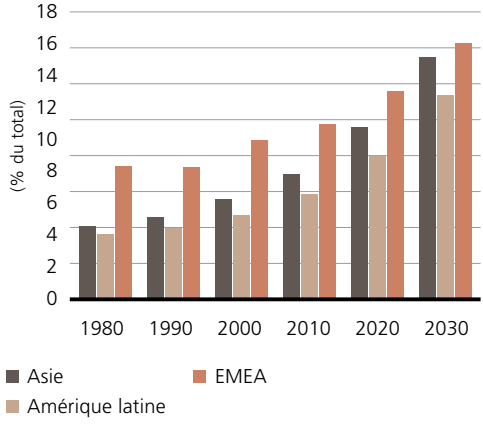
L'hypertension, le diabète et les maladies cardiovasculaires se répandent au fur et à mesure que le style de vie devient plus sédentaire et que le régime alimentaire inclut davantage de viande et de sucre. « Les maladies non contagieuses deviennent de plus en plus fréquentes dans les pays en développement, et ces affections chroniques sont bien plus coûteux à traiter que les maladies infectieuses », explique Amanda Glassman, directrice de la politique de santé du Center for Global Development. Par exemple, les Etats-Unis dépensent en moyenne 90 000 USD pour chaque patient victime d'un accident vasculaire cérébral, mais 5450 USD seulement par patient souffrant de malaria.

Entre-temps, la part de la population du monde émergent âgée de 65 ans ou plus a doublé à 10% depuis 1980 et devrait atteindre 15% d'ici 2030, selon les Nations Unies. Or, une population plus âgée signifie une hausse des coûts. Dans l'Union européenne, les dépenses de santé publiques en pourcentage du PIB représentent 15% par habitant en moyenne pour les personnes âgées de 66 ans ou plus, contre 5% seulement pour les personnes entre 20 et 65 ans.

En proportion du PIB, les dépenses de santé des marchés émergents n'atteignent même pas la moitié de celles des pays développés, malgré des défis médicaux de plus en plus semblables. D'après la Banque mondiale, le nombre de lits d'hôpitaux atteint 3,4 pour 1000 habitants dans les marchés émergents, contre 9,5 dans le monde industrialisé.

Fig. 23

La population vieillit rapidement dans les marchés émergents



Source: Organisation mondiale de la Santé, Perspectives économiques mondiales, UBS 2013.

Les dépenses de santé des marchés émergents devraient croître plus rapidement que le PIB
Les responsables politiques des marchés émergents s'efforcent de rattraper les pays développés en termes de qualité et d'accessibilité des soins médicaux.

> « Selon nous, le secteur de la santé dans les marchés émergents devrait croître de 8% par an entre 2014 et 2020, soit le double du rythme prévu d'expansion du PIB. En Chine et en Inde, le taux de croissance devrait dépasser 10% »,
>
> déclare le stratège du CIO Carl Berrisford.

La Chine en particulier joue un rôle de pionnière dans cette révolution des soins au sein du monde émergent. Elle a lancé les programmes de réforme les plus ambitieux de l'histoire, en visant une augmentation

des dépenses médicales de 700% entre 2011 et 2020. Cela correspondrait à un taux de croissance composé de 26% sur les cinq prochaines années, portant le marché chinois des soins de santé à un total de 8000 milliards de CNY (894 milliards d'USD) et doublant de fait la taille de ce secteur dans les marchés émergents à partir de son évaluation actuelle. Cette envolée des dépenses publiques vise notamment à accroître le nombre de lits d'hôpitaux par millier d'habitants, de 4,55 actuellement à 6 d'ici 2020. Cette situation devrait constituer une aubaine pour les groupes hospitaliers privés, les laboratoires pharmaceutiques et les services d'ambulance.

Voyager pour se faire soigner

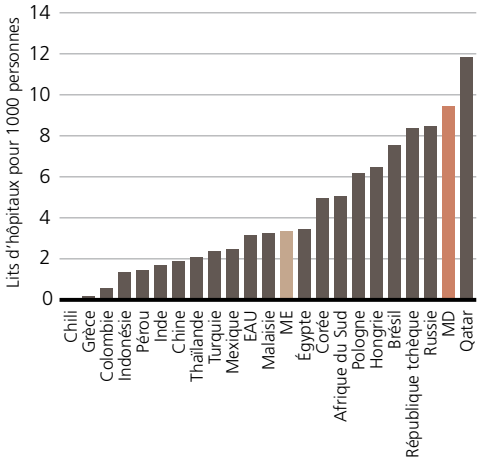
Le tourisme médical constitue une autre source potentielle de croissance et d'opportunité pour les marchés émergents.

> « Pour les habitants de pays riches, il peut être tentant de tirer parti des moindres coûts des pays en développement, surtout dans le cas de procédures non prises en charge par les compagnies d'assurance de leur pays »,
>
> déclare Amanda Glassman, directrice de la politique de santé du Center for Global Development.

Certains pays émergents se sont créé des niches spécialisées ou à bas coûts. La Corée du Sud, par exemple, est devenue un centre régional de chirurgie cosmétique, tandis que l'Afrique du Sud offre des « safaris-chirurgie ». Pour sa part, la Thaïlande propose une combinaison de services abordables et de qualité, en plus de ses célèbres plages. Selon des sources informées au sein du secteur, le marché asiatique du tourisme médical a doublé entre 2011 et fin 2015, une tendance appelée à se poursuivre

Fig. 24

Dans les marchés émergents, les services de santé de base sont à la traîne des marchés développés



Source: Banque mondiale, UBS

grâce à l'accroissement des revenus dans la région, à l'amélioration de la qualité des soins et aux prix plus avantageux des transports aériens.

Des ratés économiques et de faibles prix des matières premières pourraient poser un risque pour le secteur, car ils sont susceptibles d'accentuer les déficits budgétaires et de réduire ainsi la capacité des gouvernements à investir dans la santé. Cela dit, il est presque certain que la demande de soins va grimper indépendamment de l'évolution conjoncturelle, et ce secteur devrait donc se montrer plus résistant que d'autres.

Et si les dépenses publiques se retrouvent sous pression, des entrepreneurs tels que Mather et son entreprise MUrgency peuvent contribuer à combler l'écart. Depuis le lancement de son entreprise en 2004, il a transporté plus de 6 millions de personnes à l'hôpital. Des initiatives semblables de la part de ses pairs pourraient permettre au secteur de la santé des marchés émergents de passer des soins intensifs à la salle de récupération.

Un thème séduisant pour l'investissement d'impact

Au vu des énormes lacunes existant au niveau de l'accessibilité financière et physique ainsi que de la qualité, les soins de santé dans les marchés émergents constituent un thème intéressant pour les investisseurs qui souhaitent non seulement générer un rendement financier, mais aussi exercer un impact social mesurable sur la vie des patients et de leur famille. La pondération relative plus basse des soins de santé dans les indices des marchés émergents signifie que de nombreuses opportunités d'investissement d'impact dans ce domaine se trouvent dans l'univers des sociétés privées.

Apprenez-en davantage sur le parcours de Shaffi sur le site
www.ubs.com/globalvisionaries

Efficacité énergétique

Les possibilités d'investissement dans l'efficacité énergétique vont croissant au fur et à mesure que les gouvernements déplacent leur priorité de la production vers l'économie d'énergie.

L'appétit mondial pour l'énergie semble insatiable. Ainsi, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit une hausse de la consommation de carburant de près de 50% d'ici 2040, sous l'effet de la croissance économique et de l'expansion démographique.

Cependant, les effets indésirables de la consommation d'énergie deviennent de plus en plus manifestes, la pollution de l'air contribuant chaque année à quelque trois millions de décès prématurés. L'OCDE craint de voir ce chiffre grimper à neuf millions d'ici 2060. Par ailleurs, le réchauffement climatique menace le rendement des récoltes, la qualité de l'eau et, en définitive, la croissance mondiale.

En réponse à ces défis, les gouvernements ont commencé à intégrer des objectifs d'efficacité dans leurs stratégies énergétiques : « Jusqu'ici, l'option par défaut face à un besoin croissant d'électricité dans un pays consistait à en accroître la production – souvent par le biais d'un engagement dans une centrale coûtant plusieurs milliards et fonctionnant pendant plusieurs décennies, explique le stratège du CIO Alexander Stiehler. Mais il peut être bien plus efficace en termes de coûts d'éliminer le gaspillage. »

L'efficacité énergétique : le « premier » carburant du monde

En plus d'aider à réduire les émissions de carbone et la pollution de l'air, l'efficacité énergétique peut diminuer la dépendance de l'énergie produite à l'étranger, une priorité pour de nombreux pays en cette époque de nationalisme croissant.

Cette tendance s'est traduite par toute une série de réglementations et mesures d'incitation gouvernementales qui créent des opportunités de réduction des pertes d'énergie pour les entreprises. Ainsi, l'Union européenne s'est fixé pour objectif d'accroître son efficacité énergétique de 20% d'ici 2020, ce qui correspond à l'arrêt de 400 centrales électriques. Les pays BRIC déploient aussi de grands efforts pour dimi-

« Tous les problèmes énergétiques auxquels un pays est confronté peuvent être allégés par une amélioration de l'efficacité. Les pays n'ont pas tous du charbon ou de pétrole, mais ils ont tous la possibilité de tirer parti de l'efficacité. C'est pourquoi on peut la considérer comme le premier carburant du monde »,

affirme Brian Motherway,directeur de l'efficience énergétique auprès de l'Agence internationale de l'énergie (AIE)

nuer leurs émissions de CO_2 et améliorer leur efficacité énergétique. La Russie, par exemple, a annoncé il y a quelques années son objectif d'augmenter l'intensité énergétique de 44% entre 2005 et 2030. Le Brésil vise pour sa part un gain d'efficacité de 10% dans le secteur de l'électricité d'ici 2030. Enfin, la Chine veut réduire son intensité de CO_2 par unité de PIB de quelque 65% entre 2005 et 2030. Ces initiatives s'inscrivent dans le cadre d'un mouvement mondial. Selon l'AIE, les normes énergétiques couvrent désormais 30% du carburant utilisé dans le monde, contre 11% en 2000.

La course vers la conformité aux réglementations

D'après les prévisions de l'AIE, les produits et services économisant de l'énergie pourraient croître à un rythme de 7 à 8% dans les deux prochaines décennies. Cela correspond à un bond des dépenses annuelles de 130 milliards d'USD en 2013 à 550 milliards en 2035.

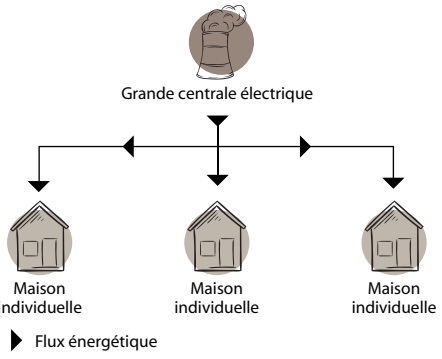
La mise à niveau des bâtiments, qui représentent 40% de la demande mondiale totale d'énergie, constituera un élément important. « Les immeubles commerciaux peuvent se livrer à une gaspillage d'énergie incroyable : parfois, le chauffage et l'air conditionné sont utilisés le même jour, ou

Les réseaux intelligents accroissent la flexibilité et l'efficacité du réseau électrique

Fig. 25

Réseau électrique traditionnel

Flux d'énergie uniquement dans une direction

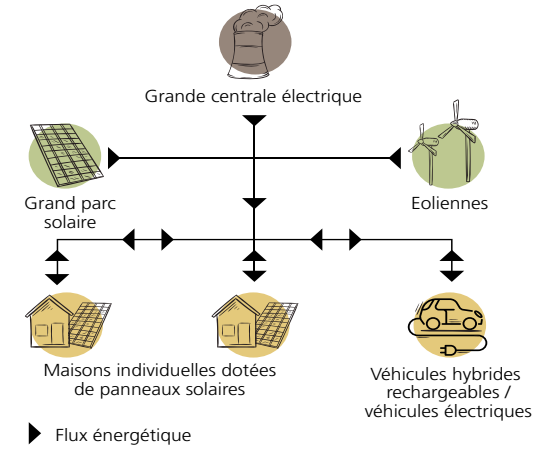


Source: Nomura, UBS

Fig. 26

Réseau intelligent

Flux d'énergie dans de multiples directions



Source: Nomura, UBS

« Non seulement, les normes en matière d'efficacité s'imposent de plus en plus, mais elles sont aussi de plus en plus strictes. Les gouvernements définissent les normes et le secteur privé les appliquent »,

déclare Brian Motherway.

la lumière et les ordinateurs restent allumés la nuit ou les week-ends », explique Jim Barrett, économiste en chef du Conseil américain pour une économie économe en énergie (American Council for an Energy-Efficient Economy, ACEEE). Les bâtiments intelligents comportent des systèmes centralisés qui contrôlent ces facteurs environnementaux. Avec l'amélioration des normes, les entreprises qui coordonnent ces processus – éteignant la lumière et les ordinateurs une fois que le dernier employé s'en va – peuvent atteindre une efficacité plus grande encore.

Selon une étude de l'ACEE, les mesures d'efficacité énergétique requises pour économiser un kilowatt-heure aux Etats-Unis coûtent trois cents seulement, contre près de dix cents en moyenne pour produire ce courant. Des pays tels que la Suisse et le Japon, qui disposent de ressources intérieures en carburant limitées, ont joué un rôle de pionnier dans ce domaine, réalisant d'importants gains en efficacité que d'autres pays peuvent imiter.

Le chemin vers un ciel limpide

Les transports sont responsables de 30% de la demande mondiale d'énergie. L'application de normes réduisant la consommation de carburant des voitures a déjà économisé l'équivalent de 2,3 millions de barils de pétrole par jour, soit environ la production du Brésil. Cela dit, selon les chiffres du département américain de l'Energie, 25% seulement de l'énergie contenue dans l'essence atteint les roues motrices du véhicule moyen d'aujourd'hui. Les voitures électriques, dont le taux de conversion approche 60%, ont le potentiel d'accroître encore l'efficacité des transports.

Les entreprises proposant des services d'informatique dématérialisée pourraient elles aussi bénéficier de l'effort d'économie d'énergie. « Au lieu de maintenir des serveurs gourmands en énergie, qui sont souvent sous-exploités, les entreprises peuvent confier la gestion de leur infrastructure infor-

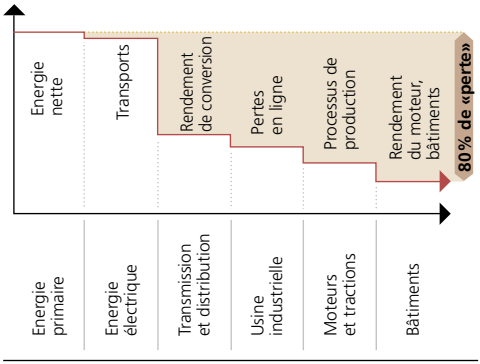
matique à des prestataires de services de *cloud computing*, qui gèrent efficacement la mise en commun des ressources », affirme Sundeep Gantori, analyste du CIO. Plusieurs études suggèrent que cette option pourrait réduire de plus de moitié la consommation d'énergie d'une entreprise.

Un autre grand défi consiste à réduire les pertes d'énergie au niveau de la transmission d'électricité. ABB estime que 80% du courant électrique sont perdus entre l'extraction des ressources et l'utilisation finale. Cette inefficacité représente un problème plus urgent encore en Afrique, où les coupures de courant représentent un fléau pour les entreprises. Selon Matthew Tilleard, co-fondateur de l'entreprise africaine d'installation de panneaux solaires Crossboundary, l'énergie solaire peut contribuer à la solution : « [elle] permet aux entreprises de réduire leur dépendance vis-à-vis d'un réseau inefficace et souvent peu fiable, ou de groupes électrogènes diesel extrêmement polluants. »

Fig. 27

80% de l'énergie est perdue de l'extraction des ressources à l'utilisation finale

Les sociétés de biens d'équipement peuvent contribuer à réduire les pertes dans la chaîne de valeur



Source: ABB

Apprenez-en davantage sur le parcours de Matthew sur le site
www.ubs.com/globalvisionaries

Les pays aussi bien riches que pauvres réduisent d'ores et déjà le gaspillage d'énergie. L'économie américaine a crû de 150% au cours des 25 dernières années, mais la consommation d'énergie n'a augmenté que de 26%. L'intensité énergétique mondiale, à savoir la quantité d'énergie utilisée par unité de PIB, a progressé de 1,8% en 2015 selon les calculs de l'AIE. Cependant, le chemin est encore long. Toujours selon l'AIE, il faudra accélérer de 50% les progrès en matière d'intensité énergétique pour atteindre les objectifs fixés par l'accord de Paris sur le changement climatique. Au fur et à mesure que les gouvernements se concentrent sur les objectifs liés au climat, à la pollution et à la sécurité énergétique, la propension à investir dans les entreprises travaillant à réduire le gaspillage énergétique semble appelée à augmenter.

Placements au sein du portefeuille

Pour assurer la bonne performance d'un portefeuille d'investissement, il ne suffit pas d'avoir de bonnes idées d'investissement. De surcroît, dans un contexte de faibles rendements, les investisseurs doivent de plus en plus envisager de nouveaux modes de construction du portefeuille pour dégager des rendements suffisants.

Nous pensons que nos dix meilleures idées pour 2017 (p. 45) porteront leurs fruits probablement cette année, favorisées par la croissance régulière aux Etats-Unis et en Chine, la politique des banques centrales qui reste relativement accommodante et une hausse progressive de l'inflation. De même, nos idées d'investissement à long terme devraient, selon nous, surperformer sur la durée, grâce aux moteurs de croissance à long terme décrits aux pages 74 à 89.

Il est cependant risqué de n'investir que dans un nombre restreint d'idées. Si notre scénario de base ne se concrétise pas, que ce soit en raison d'une autre surprise électorale, d'un virement de cap des banques centrales (comme discuté dans la section *Fin de partie ?,* p. 12) ou de la matérialisation d'un autre risque majeur (p. 30), certaines de nos dix meilleures idées, voire toutes, pourraient en pâtir. De même, nos thèmes d'investissement à long terme pourraient être pénalisés à court terme par la volatilité. C'est pourquoi le concept de portefeuille diversifié est si important en matière d'investissement.

« Investir ne se résume pas à mettre des œufs dans un panier. D'autres ingrédients sont nécessaires pour obtenir un bon portefeuille diversifié. »

Approche de portefeuille diversifié
C'est afin d'éviter le risque de concentration et les pièges comportementaux et de réduire la volatilité à court terme que nous avons placé le concept de portefeuille diversifié au cœur de notre approche en matière d'investissement.

La diversification permet aux investisseurs d'accroître leur rendement sans augmentation équivalente du niveau de risque du portefeuille. Selon nous, une allocation d'actifs stratégique à long terme (SAA) devrait constituer un élément central de leur stratégie de placement globale.

Les produits alternatifs sont un complément important aux actions et aux obligations
Aujourd'hui, l'approche traditionnelle de portefeuille diversifié en actions et obligations se heurte à deux défis majeurs. Premièrement, les actions et les obligations évoluent de manière plus en plus en parallèle à l'approche d'un point d'inflexion potentiel de la politique monétaire. Deuxièmement, les rendements potentiels devraient être inférieurs dans les années à venir par rapport au passé récent, en particulier en Europe et en Suisse, où de nombreuses obligations de haute qualité présentent désormais un rendement négatif.

Ces dernières années, nous avons augmenté l'allocation aux produits alternatifs au sein de nos modèles de portefeuilles diversifiés en vue de stimuler les rendements tout en réduisant la volatilité du portefeuille. La plupart de nos portefeuilles de référence incluent une vaste gamme d'actions, d'obligations et de produits alternatifs pour exploiter un large éventail de sources de rendement et contribuer à protéger les portefeuilles des turbulences des marchés.

Recherche de rendements plus élevés pour les portefeuilles sans surcroît de risque
Si les produits alternatifs sont importants et bénéfiques pour les investisseurs d'aujourd'hui, ils ne sont pas la panacée. Une dose de créativité est également requise pour permettre aux investisseurs d'obtenir des rendements supérieurs de leur portefeuille.

Pour simplifier, ce but peut être atteint : a) en intégrant un plus large éventail d'actifs dans un portefeuille à long terme ; et b) en adoptant une approche plus opportuniste.

Investir dans les marchés privés : l'approche calquée sur celle des fonds de dotation

Une approche originale s'inspire de la réussite d'importants fonds de dotation d'universités. De 2005 à 2015, le fonds de dotation du MIT a vu sa valeur augmenter en moyenne de plus de 10% par an, celles de Stanford, Penn State et Harvard surpassant toutes 7,5% par an (selon les données Bloomberg).

Ces fonds ont réalisé cette performance en axant davantage leurs portefeuilles sur les placements du marché privé (notamment private equity et fonds de dette privée) par rapport à la plupart des allocations traditionnelles détenues par des investisseurs individuels. Nous sommes d'avis que cette pondération accrue peut améliorer le rendement des portefeuilles des investisseurs privés dont l'horizon de placement couvre plusieurs années.

Tirer parti de l'illiquidité : l'approche globale du crédit

Pour les investisseurs qui bannissent les actions de leurs portefeuilles, une autre approche consiste à étendre la recherche de rendement à tout l'univers des différentes catégories de crédit, y compris les actifs tels que les prêts mezzanine, les titres adossés à des actifs, les obligations d'entreprise hybrides et les fonds propres bancaires, en plus des classes d'actifs obligataires plus « classiques » comme les obligations d'entreprise de premier rang, les obligations des marchés émergents et les obligations à haut rendement.

Selon nous, les caractéristiques multiples de l'univers obligataire signifient qu'une combinaison de ces divers titres devrait suffire pour réaliser à la fois une diversification et un rendement, sans devoir nécessairement recourir à des actifs tels que les actions pour assurer la croissance.

Obtenir de l'alpha : l'approche opportuniste

Les investisseurs pourraient aussi envisager d'allouer une partie de leur portefeuille de manière à tirer parti d'idées opportunistes,

telles que celles mentionnées dans la section des dix meilleures idées pour 2017 (p. 45). La valeur relative peut également être particulièrement attrayante à ce stade du cycle économique. Miser sur la divergence et la convergence entre les actifs accroît le potentiel de bénéfices dans un monde où les rendements totaux futurs semblent devoir être inférieurs à leurs niveaux antérieurs.

Les idées fondées sur la valeur relative de l'équipe CIO Short Term Investment Opportunities pourraient être utilisées dans le cadre d'un portefeuille « satellite » afin de compléter une SAA bien diversifiée à long terme visant à doper les rendements. Les investisseurs pourraient aussi exploiter de manière opportuniste des idées à forte conviction spécifiques pour obtenir un surcroît de rendement.

Eviter les biais : l'approche d'allocation systématique

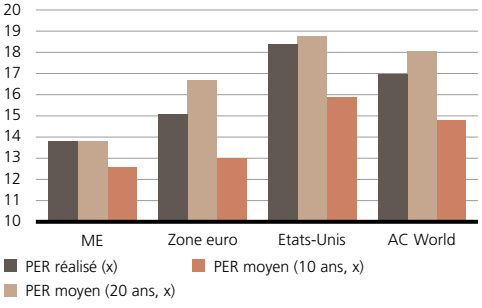
Une dernière approche prône l'investissement dynamique, qui consiste à passer des obligations aux actions et vice-versa en fonction des conditions du marché. Un des principaux défis auxquels les investisseurs sont confrontés concerne la discipline, un élément qui fait partie intégrante de cette stratégie. Les comportements irrationnels jouent systématiquement en défaveur des investisseurs, les encourageant à attendre des prix plus favorables avant de vendre ou d'acheter des actifs. Cette tendance les mène souvent à l'inertie. Une façon de surmonter ce phénomène consiste à utiliser des outils de gestion des risques tels que ceux appliqués par les grands investisseurs institutionnels, qui signalent les périodes propices à l'achat ou à la vente.

Actions

Les marchés d'actions ont affiché de bonnes performances ces dernières années mais, selon nous, ils recèlent encore un potentiel haussier. A l'orée de 2017, notre préférence va aux actions américaines et à celles des marchés émergents.

Fig. 28

Les actions se négocient de manière conforme aux évaluations moyennes à long terme…

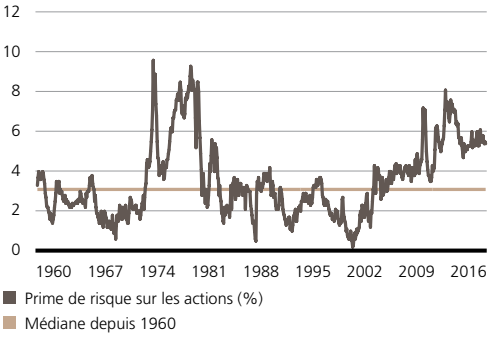


Source: Datastream

Les actions mondiales s'échangent de manière conforme à leurs évaluations moyennes à long terme. Le MSCI AC World affiche un ratio cours/bénéfices réalisés de 17x, supérieur à la moyenne sur 10 ans de 14,8x et inférieur à la moyenne sur 20 ans de 18,1x.

Fig. 29

… mais les actions semblent bon marché par rapport aux obligations



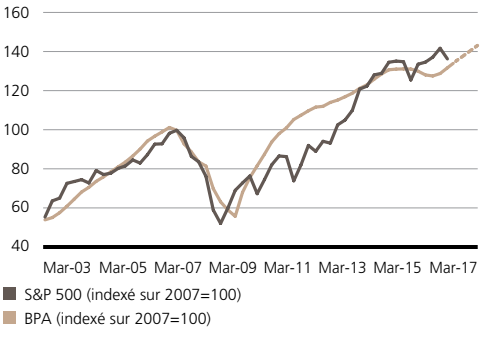
Source: Datastream

Si les actions ne sont pas bon marché en valeur absolue, elles sont avantageuses par rapport aux obligations. Aux Etats-Unis, la prime de risque des actions, qui mesure la valeur relative, se situe actuellement à 5,4% contre une moyenne historique de 3,1%.

Remarque : La prime de risque des actions est la différence entre le rendement bénéficiaire et le rendement réel des obligations à 10 ans.

Fig. 30

Retour attendu de la croissance des bénéfices aux Etats-Unis...

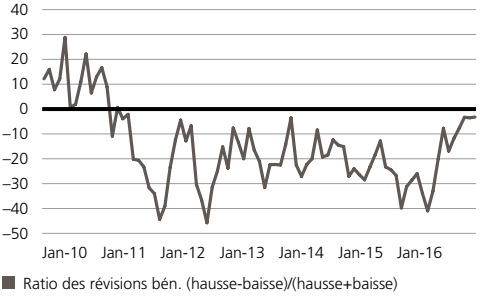


Source: Datastream

Nous escomptons une croissance des bénéfices américains de 8% grâce à la poursuite de la croissance économique maintenant que l'effet de frein exercé par la baisse des cours du pétrole et le dollar fort se dissipe enfin.

Fig. 31

…et amélioration de la dynamique bénéficiaire dans les ME. Nous sommes positifs à l'égard des actions des ME

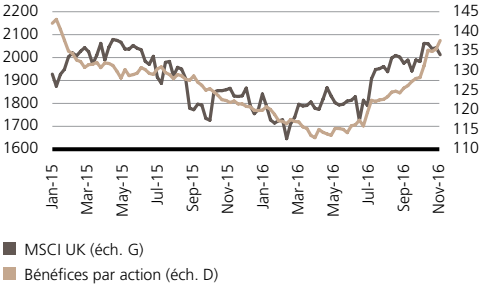


Source: Datastream

Les bénéfices se redressent sur les marchés émergents. Le ratio de révision (qui mesure les relèvements et abaissements des prévisions des analystes) est passé de -40% à un niveau équilibré de révisions à la hausse et à la baisse.

Fig. 32

Les actions du R.-U. devraient profiter d'une hausse des bénéfices, mais l'indice s'est déjà apprécié

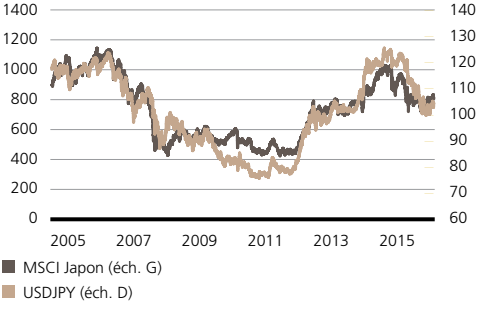


Source: Datastream

Nous tablons sur une croissance bénéficiaire de l'ordre de 15% pour les actions britanniques grâce à la faiblesse de la livre sterling et à la hausse des cours du pétrole, mais nous constatons qu'une partie de cette croissance est déjà prise en compte.

Fig. 33

Les achats de la Banque du Japon devraient aider les actions japonaises, contrairement à la fermeté du yen

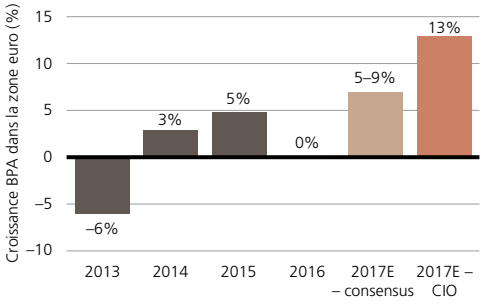


Source: Bloomberg

La fermeté du yen japonais freinera probablement le marché nippon.

Fig. 34

Les attentes bénéficiaires dans la zone euro semblent trop ambitieuses…

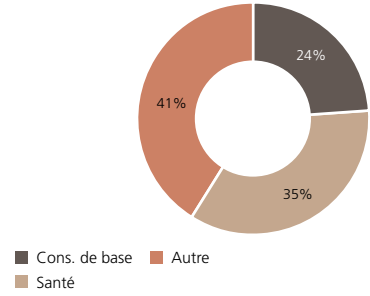


Source: Datastream, UBS

Nous prévoyons une croissance des bénéfices comprise entre 5 et 9% dans la zone euro alors que le consensus l'estime à 13%. En l'absence de surprises économiques positives, une révision à la baisse des bénéfices pourrait pénaliser le marché.

Fig. 35

…et la Suisse pourrait rester à la traîne en raison de sa composition sectorielle défensive



Source: MSCI

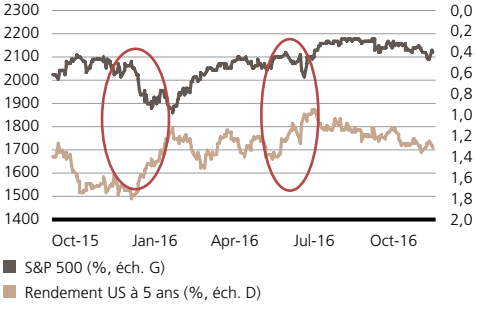
Les sociétés dans le domaine de la santé et de la consommation de base représentent 59% de l'indice MSCI Switzerland. Cette composition sectorielle défensive pourrait rendre la Suisse vulnérable à une sous-performance relative.

Obligations

Les rendements obligataires sont historiquement bas, mais nous voyons des opportunités dans les obligations américaines indexées sur l'inflation et les emprunts senior américains.

Fig. 36

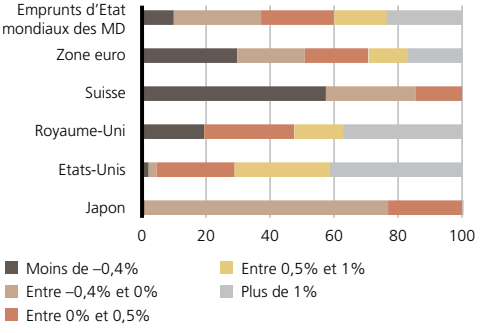
Le segment des obligations de haute qualité demeure un important élément de diversification au sein du portefeuille…



Source: Bloomberg

Fig. 37

….mais les rendements sont exceptionnellement bas



Source: Bloomberg

Malgré leurs rendements faibles, voire négatifs, les obligations de haute qualité ont constitué une composante importante des portefeuilles diversifiés en 2016, protégeant les investisseurs lors des phases de volatilité accrue des marchés d'actions.

Près de 40% du marché mondial des emprunts d'Etat présente un rendement négatif. La vente des obligations de haute qualité figure parmi nos dix meilleures idées pour 2017.

Fig. 38

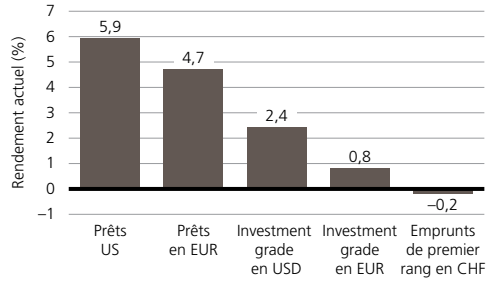
Acheter des obligations américaines indexées sur l'inflation (TIPS) fait partie de nos dix meilleures idées pour 2017...

Source: Bloomberg

On peut s'attendre à une hausse des attentes inflationnistes aux Etats-Unis sur fond de stabilisation des prix des matières premières, de baisse du chômage et d'affaiblissement du dollar américain au fil de l'année.

Fig. 39

…et nous apprécions aussi les prêts américains, qui offrent à la fois un rendement et une protection contre la hausse des taux

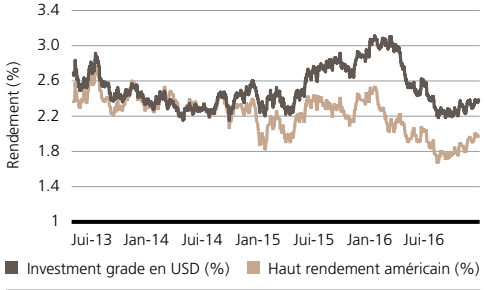


Source: Bloomberg

Les emprunts senior présentent un rendement attrayant, supérieur de près de 4% à celui des obligations investment grade à duration courte, et ils ont un « taux variable », ce qui les rend moins sensibles aux relèvements des taux d'intérêt américains.

Fig. 40

Les obligations d'entreprise investment grade offrent un léger surcroît de rendement

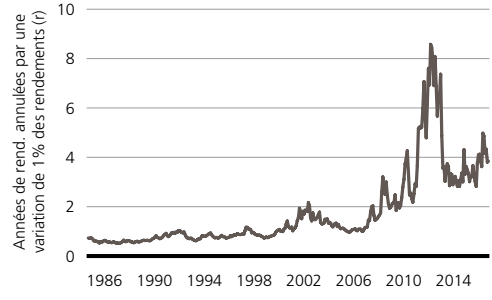


Source: Bloomberg

En guise d'alternative aux obligations de haute qualité, les obligations investment grade (IG) de moyenne échéance rapportent 0,4% de plus avec un surcroît de risque limité.

Fig. 41

Nous sommes plus prudents à l'égard des obligations IG à plus longue échéance, en raison de leur sensibilité aux taux d'intérêt



Source: Bloomberg

Les investisseurs devraient rester prudents à l'égard des obligations investment grade à plus longue échéance compte tenu de la hausse des taux d'intérêt. Aux niveaux de rendement actuels, quatre années de revenus seraient pratiquement effacées par une évolution de 1% des taux.

Fig. 42

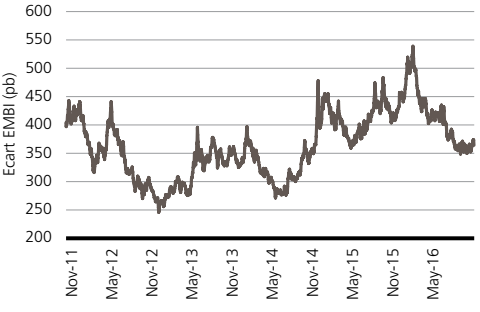
Notre position est neutre à l'égard du haut rendement américain et européen, après une performance exceptionnelle en 2016…

Source: BAML, UBS

Les rendements des obligations américaines à haut rendement ont reculé de presque 4% depuis février. La performance devrait selon nous marquer le pas au cours des mois à venir et les emprunts senior (p. 61) constituent une meilleure option.

Fig. 43

…et nous jugeons limité le potentiel de nouvelle hausse des obligations des marchés émergents (ME)



Source: JP Morgan, Bloomberg

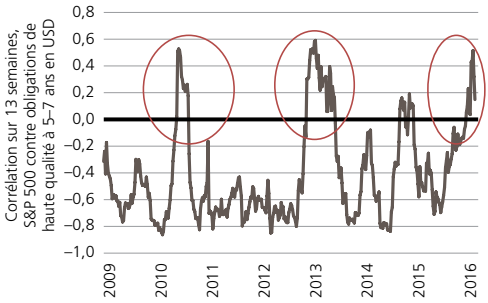
Les écarts des obligations souveraines des marchés émergents vont rester stables ou légèrement se resserrer au cours des six prochains mois et nous conseillons aux investisseurs de maintenir une position neutre dans les portefeuilles diversifiés.

Placements alternatifs

Les placements alternatifs – hedge funds et marchés privés – sont des ingrédients essentiels dans un portefeuille bien diversifié. Ils sont une source de diversification, de rendements et permettent aux investisseurs d'avoir accès aux primes de risque alternatives.

Fig. 44

La corrélation entre actions et obligations peut augmenter en cas de revirements de la politique monétaire…

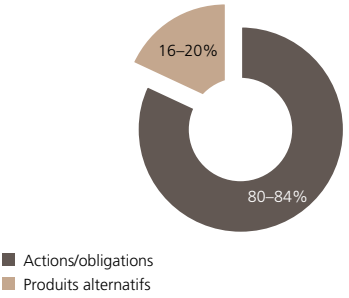


Source: Bloomberg

Les actions et les obligations de haute qualité ont connu des périodes prolongées de corrélation positive à trois reprises au cours des cinq dernières années lors de changements de cap monétaire. Ces périodes renforcent l'attrait des actifs affichant une moindre corrélation comme les hedge funds.

Fig. 45

…rendant plus précieux les actifs moins corrélés, tels que les produits alternatifs

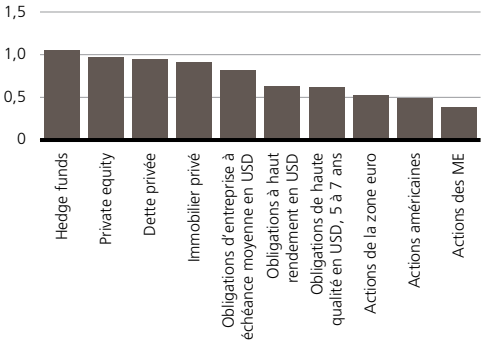


Source: UBS

Nous recommandons actuellement des allocations de 16% à 20% aux produits alternatifs pour la plupart des investisseurs ; ce segment offre à la fois un rendement et une diversification, moyennant un surcroît de risque limité.

Fig. 46

Nous tablons sur des rendements de 4% à 6% pour les hedge funds en 2017

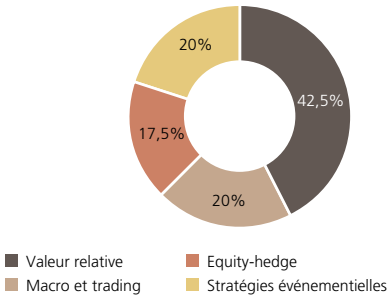


Source: UBS

La performance des hedge funds devrait être stimulée par les hausses régulières des taux américains et des marchés des actions, ainsi que par une dispersion accrue des titres. A long terme, nous pensons que les hedge funds présenteront un ratio de risque/rendement supérieur aux autres actifs.

Fig. 47

Le portefeuille que nous recommandons est diversifié, investissant dans un éventail de gérants et de styles

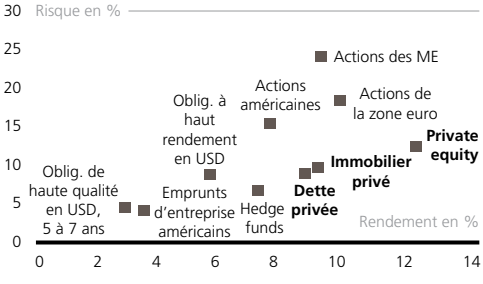


Source: UBS

La diversification reste la meilleure approche d'investissement dans les hedge funds. Ainsi, même si les stratégies de négoce systématique ont réalisé des performances relativement médiocres en tant que placement individuel en 2016, elles ont nettement amélioré le ratio de risque/rendement de l'ensemble du portefeuille.

Fig. 48

Les marchés privés devraient offrir des rendements plus élevés par rapport à la volatilité que les autres actifs sur les dix prochaines années…

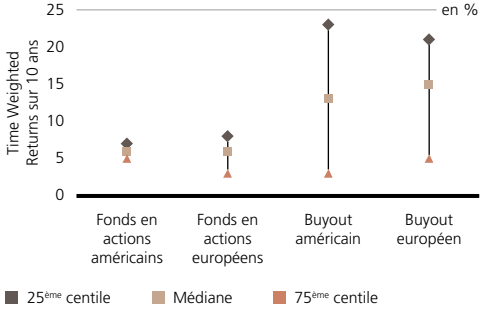


Source: UBS

D'après nos estimations, les marchés privés offriront des rendements oscillant entre 8,5% et 12%, plus élevés que ceux de la plupart des marchés des actions, avec une volatilité plus proche de celle des obligations à haut rendement.

Fig. 49

….mais la sélection du gérant est essentielle étant donné l'important écart de performance entre les gérants du premier et du dernier quartile



Source: UBS, Hamilton Lane

La différence entre le premier et le dernier quartile pour les gérants de private equity peut aller jusqu'à 20% – un écart nettement plus important que pour les fonds d'actions cotées en bourse. Il est primordial de sélectionner le bon gérant.

Matières premières

Les matières premières ont fait un retour en force en 2016 après un repli prolongé. Au tournant de l'année, le palladium et le platine ont notre préférence dans le segment des matières premières.

Fig. 50

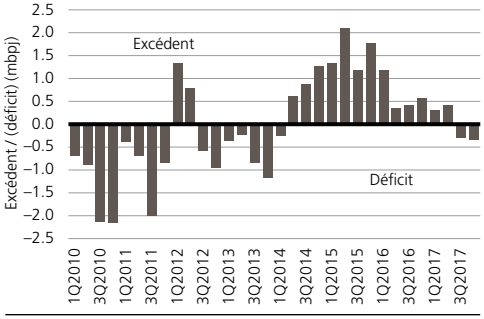
Les rendements des matières premières à long terme sont inintéressants, mais des opportunités tactiques peuvent apparaître

Source: Bloomberg

A long terme, il est probable que les matières premières génèrent des rendements positifs, mais peu attrayants sur une base corrigée du risque. Cependant, des opportunités tactiques dans le secteur des matières premières peuvent poindre sur un horizon de court terme.

Fig. 51

Les cours du pétrole devraient se négocier à 60 USD/baril dans 12 mois, la demande surpassant l'offre

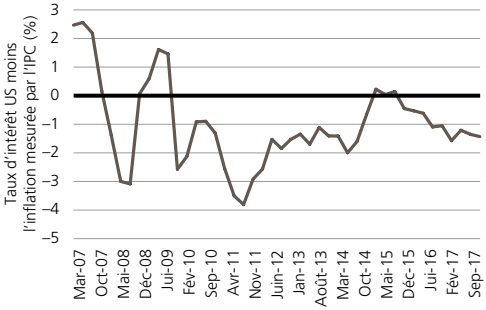


Source: IEA, UBS

Si nous restons prudents à court terme, nous pensons que la demande de brut (un supplément de 1,1 mbpj) devrait dépasser l'offre (+ 0,5 mbpj) en 2017.

Fig. 52

L'or devrait profiter de taux d'intérêt réels encore plus négatifs aux Etats-Unis

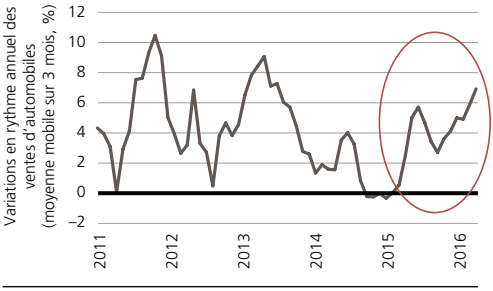


Source: Bloomberg, UBS

Les relèvements de taux d'intérêt opérés par la Réserve fédérale pourraient peser sur les prix de l'or à court terme. Toutefois, au fur et à mesure que les taux réels s'enfoncent plus profondément en territoire négatif au fil de l'année (voir p. 36), les cours devraient remonter à hauteur de 1350 USD l'once.

Fig. 53

La hausse des ventes d'automobiles devrait soutenir le palladium et le platine, qui figurent parmi nos dix meilleures idées pour 2017



Source: Bloomberg, UBS

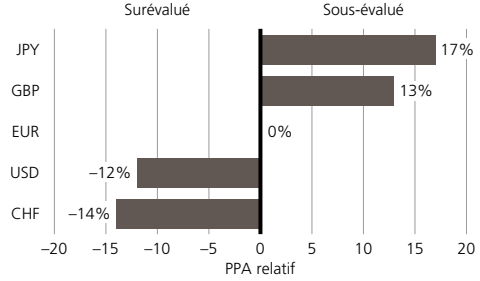
Ces deux métaux blancs devraient bénéficier de l'amélioration de la demande et de la contraction de l'offre minière.

Marchés des changes

Les monnaies refuge se sont bien comportées en 2016. Pour l'année à venir, nous attendons une performance plus solide de l'euro, de la livre sterling et de certaines monnaies des marchés émergents (ME).

Fig. 54

Les valeurs refuge que sont l'USD et le CHF sont surévaluées par rapport aux monnaies d'autres pays du G10 et devraient se déprécier

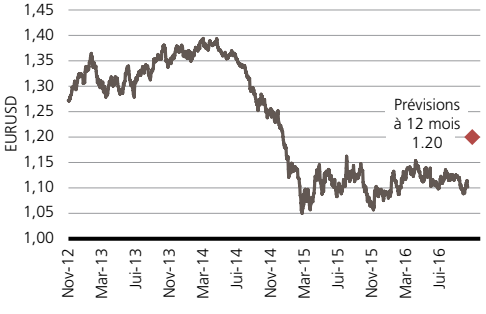


Source: UBS

Les deux monnaies pourraient se raffermir en cas de volatilité du marché, mais elles devraient, selon nous, finir l'année en repli. Nous prévoyons un taux EURUSD à 1.20 dans 12 mois et un taux EURCHF à 1.16.

Fig. 55

Le ralentissement du programme d'AQ de la BCE dopera l'EUR, tandis que la sous-évaluation devrait soutenir la GBP

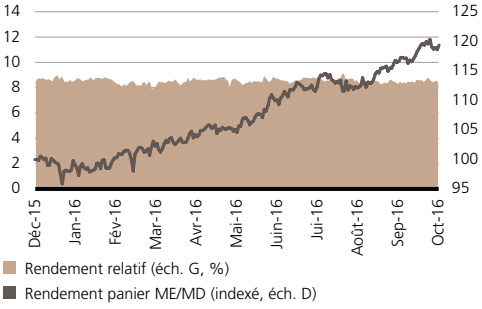


Source: Bloomberg, UBS

Nous tablons sur un raffermissement de l'euro dès lors que la Banque centrale européenne revoit à la baisse son programme d'assouplissement. La livre sterling sera vulnérable durant les négociations sur le Brexit, mais devrait se raffermir dès que la situation sera plus claire.

Fig. 56

Un panier de monnaies des ME face à une sélection de monnaies des MD présente un différentiel de taux d'intérêt attrayant



Source: Thomson Reuters, UBS

Sur le plan tactique, un panier de monnaies des marchés émergents (ME) figure parmi nos dix meilleures idées pour 2017 (voir p. 45). Selon nous, la politique monétaire accommodante et la faiblesse des rendements dans les économies du marché développé (MD) rendent le différentiel de taux d'intérêt de presque 8% attrayant.

Fig. 57

Stratégiquement parlant, nous recommandons de couvrir l'exposition aux changes.

En règle générale, nous conseillons de couvrir l'exposition aux changes, mais les monnaies peuvent offrir aux investisseurs un moyen tactique de tirer parti d'évolutions conjoncturelles, telles que des améliorations de la productivité ou des changements de politique monétaire.

Opinions au sein du CIO

Des experts du Chief Investment Office ont été appelés à donner leur avis sur les surprises, les risques et les opportunités possibles attendus pour 2017. Voici quelques-uns de leurs points de vue...

1. Quelles surprises pourrait nous réserver 2017 ?

> Une politique économique cohérente aux Etats-Unis • L'inflation • Une accélération économique au Japon • Une inflation des prix des denrées alimentaires • Le retour de l'inflation • Une croissance bénéficiaire dans les marchés émergents et la zone euro

2. Quel est le plus gros risque qui pèsera sur les marchés en 2017 ?

“Le gouffre qui existe entre le point de vue des marchés et celui des responsables politiques • Un tassement de la croissance mondiale • L'attente de taux d'intérêt nettement plus élevés • Une accélération inattendue de l'inflation mondiale • La stagflation • La Chine”

3. Quelle est la meilleure opportunité potentielle en 2017 ?

“La coordination réglementaire • Les marchés émergents • Les actions des producteurs de pétrole • Le renouveau en Europe • Les réformes entraînées dans la zone euro par le Brexit”

4. Où placeriez-vous vos liquidités l'an prochain ?

Dans le private equity • Dans un portefeuille mondial diversifié qui surpondère les actions • Dans un portefeuille diversifié d'actions, d'obligations d'entreprise et de placements alternatifs • Dans un plan d'épargne-retraite exempté d'impôts • Dans un portefeuille à allocation systématique entre actions et obligations • Dans un portefeuille Risk Parity

6. Quel actif souhaitez-vous le moins détenir en grandes quantités ?

Les obligations d'entreprise à rendement négatif • Les emprunts d'Etat • Les bons du Trésor américain • Les obligations de la Confédération suisse à long terme • Une position importante sur un titre individuel

5. Et dans les vingt prochaines années ?

Actions • Investissements d'impact • Actions mondiales • Actions émergentes alliées à des titres indexés sur l'inflation • Actions diversifiées fondées sur des thèmes à long terme • Comme les fonds de dotation – en private equity, infrastructure et immobilier

7. Quel est le meilleur conseil en placement que vous ayez jamais reçu ?

Faire un plan à long terme et s'y tenir à court terme • Vos investissements devraient toujours vous mettre mal à l'aise • Rester humble • Les choses ne sont jamais différentes cette fois-ci • Diversifier • Investir dans ma formation et ma santé • Choisir les investissements en fonction des objectifs financiers

Prévisions

Economie	Croissance du PIB (en %)			Inflation (en %)		
Région	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Etats-Unis	1,5	2,4	2,5	1,3	2,3	2,3
Zone euro	1,6	1,3	1,2	0,2	1,4	1,8
Chine	6,7	6,4	6,0	1,9	2,1	1,8
Japon	0,5	0,8	0,9	-0,3	0,5	0,6
Royaume-Uni	2,0	1,0	0,7	0,7	2,8	2,8
Suisse	1,5	1,3	1,6	-0,4	0,4	0,9
Economies développées	1,6	1,8	1,9	0,7	1,8	1,9
Marchés émergents	4,4	4,9	5,1	4,2	3,8	3,5
Monde	**3,1**	**3,5**	**3,6**	**2,6**	**2,9**	**2,8**

Monnaies	**Comptant**	**3 mois**	**6 mois**	**12 mois**
EUR/USD	1,08	1,12	1,15	1,20
USD/JPY	108	102	102	98
GBP/USD	1,26	1,25	1,28	1,36
USD/CHF	0,99	0,96	0,97	0,97
EUR/CHF	1,07	1,08	1,12	1,16
EUR/GBP	0,86	0,90	0,90	0,88
USD/CNY	6,81	6,85	7,00	7,00

Matières premières	**Comptant**	**6 mois**	**12 mois**
Brut Brent	44,8 USD/baril	55 USD/baril	60 USD/baril
Brut WTI	43,4 USD/baril	53 USD/baril	58 USD/baril
Or	1225 USD l'once	1350 USD l'once	1350 USD l'once
Platine	949 USD l'once	1150 USD l'once	1150 USD l'once
Palladium	680 USD l'once	750 USD l'once	750 USD l'once

Taux d'intérêt et obligations	Taux de base			Rendement à 10 ans (en %)		
	Actuellement	**Fin 2016**	**Fin 2017**	**Comptant**	**6 mois**	**12 mois**
Etats-Unis	0,25-0,5	0,5-0,75	1,00-1,25	2,23	2,20	2,30
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,36	0,30	0,40
Suisse	-0,75	-0,75	-0,75	-0,17	-0,20	-0,10
Royaume-Uni	0,25	0,25	0,10	1,36	1,30	1,40

Source : UBS, au 14 novembre 2016

UBS House View : Year Ahead 2017
Ce rapport a été préparé par UBS SA, UBS Switzerland AG et UBS Financial Services Inc. (« UBS FS »).

Rédacteur en chef
Kiran Ganesh

Gestion de produit
Linda Sutter

Rédacteur
CLS Communication AG

Design
Rodrigo Jiménez

Editique
Céline Dillier
Elena Vendraminetto
Srinivas Addugula
Linda Sutter

Illustrations
istockphoto.com
shutterstock.com

Portrait de Mark Haefele
Martin Rütschi

Imprimerie
Neidhart + Schön AG

Clôture de la rédaction
14 novembre 2016

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

Votre interlocuteur
ubs-cio-wm@ubs.com
ubs.com/cio

Commande ou abonnement
En tant que client(e) d'UBS, vous pouvez commander la publication *UBS House View : Year Ahead 2017* au format papier par l'intermédiaire de votre conseiller ou par la Printed & Branded Products mailbox : sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com.

Par ailleurs, un abonnement électronique est disponible à la rubrique Investment Views de la plateforme d'e-banking UBS.

N° SAP: 82251F

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office WM sont préparées et publiées par Wealth Management et Personal & Corporate Banking 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 incitation 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 auxdits 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. Le négoce de futures et d'options ne convient pas à tous les investisseurs parce qu'il existe un risque important de pertes et que ces pertes peuvent être supérieures à l'investissement initial. 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:** cet avis est émis par UBS SA ABN 47 088 129 613 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231087): Ce document est émis et distribué par UBS SA, en dépit de toute mention contraire dans le document. Le document est destiné à une utilisation exclusive par des «clients de gros» tels que définis à la section 761G («clients de gros») de la Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). Le document ne saurait en aucun cas être mis à la disposition d'un «client de détail» tel que défini à la section 761G de la Corporations Act par UBS SA. Les services de recherche d'UBS SA ne sont accessibles qu'aux clients de gros. Le présent document n'est qu'une information générale et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière, du régime d'imposition ou des besoins spécifiques d'une personne quelle qu'elle soit. **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 est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la règlementation 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 règlementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **Brésil:** préparé par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entité relevant de l'autorité de la Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc.. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). La teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris l'Autorité des matières premières et titres des Emirats ou la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubaï, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. Ce document est destiné uniquement à la clientèle professionnelle. UBS AG Dubai Branch est régie par le DFSA dans le DIFC. UBS AG/UBS Switzerland AG n'est pas autorisée à fournir des services bancaires dans les Emirats arabes unis (EAU) par la Banque centrale des EAU ni n'est agréée par l'Autorité fédérale de supervision des marchés financiers des Emirats Arabes Unis. Le bureau de représentation d'UBS SA à Abu Dhabi est agréé par la Banque centrale des Emirats arabes unis à faire office de bureau de représentation. **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 à tout ressortissant américain ou au personnel UBS basé aux Etats-Unis. 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 Switzerland AG 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». **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 commune de la Banque centrale européenne et 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 comparable au sens du droit néerlandais mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Bank (Netherlands) B.V., banque agréée sous la surveillance de «De Nederlansche Bank» (DNB) et de la «Autoriteit Financiële Markten» (AFM), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, habilité et supervisé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, UBS SA est habilitée par l'Autorité de contrôle prudentiel (Prudential Regulation Authority – PRA), réglementée par l'Autorité des pratiques financières (Financial Conduct Authority – FCA) et soumise à la réglementation limitée de l'Autorité de contrôle prudentiel. Nous fournissons sur demande les détails sur l'étendue de notre réglementation par l'autorité de contrôle prudentiel. Membre de la Bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapour:** pour toute question liée à ou résultant de l'analyse ou du rapport, prière de contacter la succursale UBS SA Singapour, laquelle est un conseiller financier exempté selon le «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110), une banque autorisée par le «Singapore Banking Act» (Cap. 19) et une entité soumise à la supervision de la «Monetary Authority of Singapore». **Taïwan:** Cette documentation est fournie par UBS AG, Taipei Branch, conformément aux lois de Taïwan, en accord avec, ou à la demande de, clients/prospects.

Version 06/2016.
© UBS 2016. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.

ClimatePartner°
climatiquement neutre
Impression | ID 53232-1611-1001

FSC
www.fsc.org
MIXTE
Papier issu de sources responsables
FSC® C016003