

Year Ahead 2018

UBS House View

Global

Chief Investment Office WM

En mouvement
perpétuel?



Chers lecteurs,

Bienvenue à Year Ahead 2018, dans lequel nous décrivons nos perspectives pour l'année à venir.

2017 aura été une année riche en contrastes. Une année marquée par les incertitudes: des tensions géopolitiques croissantes au Moyen-Orient et en Asie du Nord, des négociations turbulentes sur le Brexit, et un unilatéralisme accru des Etats-Unis. Mais aussi une année de stabilité: la meilleure année de croissance économique depuis 2011, avec l'un des niveaux de volatilité les plus faibles enregistrés depuis la crise financière.

2018 va-t-elle apporter davantage de stabilité ou s'accompagner de plus d'incertitudes? Les obstacles à surmonter sont pléthore: resserrement des politiques monétaires, changements politiques, ruptures technologiques, sans parler des énormes enjeux environnementaux et sociaux.

Quelle devrait être la réaction des investisseurs? Le présent Year Ahead analyse les réponses possibles au contexte évolutif dans le domaine monétaire et politique, ainsi que les risques et les opportunités que recèlent les ruptures technologiques, et indique comment avoir une influence positive sur notre monde sans renoncer pour autant à un rendement financier.

J'espère que ce Year Ahead vous sera utile pour vous guider dans vos investissements tout au long de 2018 et au-delà. Nous mettons tout en œuvre pour aider nos clients à investir sur les marchés et nous tenons à vos côtés pour vous aider à rester sur la bonne voie et atteindre vos objectifs financiers.



A stylized, handwritten signature in black ink that reads 'Jürg'.

Jürg Zeltner

President UBS Wealth Management

Sommaire

8	Panorama mondial
10	Le début de l'histoire
12	En mouvement perpétuel?
13	La reprise continue sur des bases solides
17	Resserrement monétaire
21	Incertitudes politiques
26	Changements technologiques
30	Défis liés au développement durable
34	Nos prévisions de l'an dernier se sont-elles confirmées?
36	Principaux risques
37	Forte hausse des taux
40	Chocs géopolitiques
44	Crise de l'endettement en Chine
48	Points chauds régionaux
50	Affronter les changements
51	Réactivité
53	Pondération
56	Calme
59	Classes d'actifs
59	Actions
60	Obligations
61	Placements alternatifs
62	Monnaies
64	Matières premières
65	Prévisions économiques
67	Evénements clés

Faits marquants



En mouvement perpétuel?

Nous tablons sur une nouvelle année de solide croissance économique, de hausse des résultats des entreprises et d'ascension des marchés des actions. Néanmoins, les investisseurs devront s'adapter à l'évolution du contexte monétaire, politique, technologique, social et environnemental.

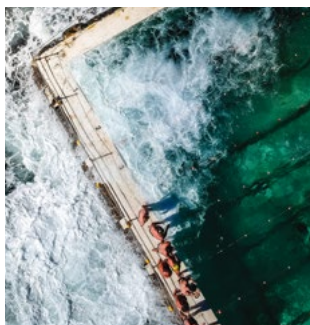
Page 12 et suivantes



Principaux risques

Bien que nous misions sur une poursuite de la reprise des actions, nous voyons principalement trois menaces: une hausse sensible des taux d'intérêt, un conflit géopolitique et une crise de la dette chinoise.

Page 36 et suivantes



Affronter les changements

Afin de protéger et de faire fructifier le patrimoine dans une période marquée par une accélération des changements, les investisseurs devront se montrer à la fois souples, pondérés et calmes.

Page 50 et suivantes

Panorama mondial

Pour en savoir plus sur les retombées du contexte évolutif dans votre région, rendez-vous sur ubs.com/cio ou utilisez les codes QR.

Etats-Unis

La croissance devrait rester robuste aux Etats-Unis en 2018. Nous prévoyons une hausse de 2,2% du PIB, comme en 2017, et deux tours de vis de la part de la Réserve fédérale. Dans le segment des actions, nous privilégions le secteur financier, qui pourrait profiter de la remontée des taux d'intérêt, et celui des technologies, qui connaît une croissance à long terme et offre des évaluations raisonnables à l'aune du marché.



Marchés émergents

Les marchés émergents sont bien placés pour s'adapter à l'évolution du contexte en 2018. Ils sont mieux préparés à des mesures de resserrement monétaire que par le passé, et la technologie joue un rôle de plus en plus important au sein de l'indice ME. La politique constitue un risque, qui devrait pouvoir être maîtrisé pour les investisseurs largement diversifiés. Certains emprunts des marchés émergents recèlent, à nos yeux, un potentiel intéressant.



Europe

La hausse de l'euro et l'incertitude liée au Brexit devraient peser sur l'économie européenne, dont la croissance va sans doute ralentir, passant de 2,2% à 1,9%. Nous sommes optimistes à l'égard des actions de la zone euro par rapport au Royaume-Uni, en raison des dynamiques bénéficiaires divergentes. Il est possible que l'année soit difficile pour les investisseurs dans le crédit en euro. Néanmoins, l'euro nous inspire confiance, car les investisseurs misent sur sa longévité.



Asie

Nous prévoyons une croissance économique de 6,1% en Asie pour 2018; l'innovation sera son principal ressort à moyen terme. La Chine devrait maintenir son cap monétaire, équilibrant réformes et croissance. Nous apprécions particulièrement les actions chinoises et les obligations à haut rendement asiatiques et privilégions les entreprises bien placées pour tirer parti du resserrement du marché du travail au Japon.



Suisse

Nous anticipons une accélération de la croissance suisse à 1,8% en 2018, contre 0,8%. La BNS devrait relever ses taux, à la fin de l'année. Nous tablons sur un léger raffermissement du franc face à l'euro. Il sera difficile de réaliser des placements rentables dans le segment obligataire dont les rendements sont négatifs; les prix de l'immobilier résidentiel devraient rester inchangés. S'agissant des actions, nous privilégions les sociétés versant des dividendes de premier ordre.



Le début de l'histoire

Maldives: Syd Sujuuan. Unsplash

Dans une dizaine d'années, quel regard jetterons-nous sur 2017? Une année banale ou une année charnière? A première vue, le constat est simple: une croissance solide et des marchés en hausse. Mais je pense que les choses sont en train d'évoluer.

Il y a vingt-cinq ans, dans son livre *La Fin de l'histoire et le dernier homme*, Francis Fukuyama partait de l'hypothèse que la fin de la Guerre froide marquait la fin de l'histoire: la victoire du capitalisme axé sur le libre marché en tant que dernière étape de l'évolution socio-politique de l'homme. Toutefois, les événements de 2017 ont mis à mal cette hypothèse. Pour paraphraser le chef de la police Martin Brody dans le film *Les Dents de la Mer*, «il nous faudrait un plus gros ouvrage.»



Mark Haefele
Global Chief
Investment Officer
Wealth Management

Le pic apparent des mesures de relance des banques centrales annonce-t-il le début d'une «normalisation», et les économies des pays développés pourront-elles tirer leur épingle du jeu sans taux faibles et assouplissement quantitatif?

Le discours du Président de la Chine, Xi Jinping, sur la mondialisation du Forum économique mondial et le succès de l'initiative Nouvelle route de la soie font-ils apparaître un nouveau modèle de gouvernance et de développement en Chine? Est-il en train de l'emporter sur les démocraties occidentales de plus en plus malmenées, les laissant s'embourber sous une avalanche de twitters, sur fond d'inégalités croissantes, de morosité économique et de velléités séparatistes?

Les nouvelles manipulations de l'ADN humain, les implants neuronaux et l'intelligence artificielle vont-elles redéfinir l'essence de l'humanité et créer des niveaux d'inégalité auparavant inimaginables au sein des nations ainsi qu'entre ces dernières?

Par ailleurs, les investissements massifs de l'Empire du Milieu dans la technologie verte permettront-ils au monde de prendre un virage vers un avenir plus propre; et le retrait des Etats-Unis de l'Accord de Paris sur le climat déclenchera-t-il une course à l'abîme en ce qui concerne la réglementation de la pollution et les émissions?

Une troisième voie

Les dirigeants et les électeurs sont confrontés à des options de plus en plus divergentes. Et les conséquences de leurs choix n'ont peut-être jamais été aussi peu claires depuis la fin de la Guerre froide.

Que se passera-t-il? Dans un scénario idéal, mais probablement invraisemblable, l'ampleur des défis environnementaux et les questions existentielles posées par la science resserreront les liens entre les pays et les peuples dans une quête de solutions communes. Dans un scénario moins optimiste, en écho à la Guerre froide, la victoire de certains choix émergera très clairement, ceux qui se trouveront du «mauvais» côté étant durablement mis à l'épreuve.

Dans un scénario misant sur le statu quo, peut-être le plus probable, les idéologies économiques, politiques et scientifiques continueront de diverger, avec une discordance croissante, car les gouvernements et les peuples affronteront leurs problèmes de façon ponctuelle, et non globale.

Indépendamment du regard porté à l'avenir sur l'année 2017 (année banale ou année charnière), dans tous les secteurs de l'activité humaine, le monde semble être entré dans une phase de divergences idéologiques accrues sur la «bonne» façon d'abord l'avenir, qu'il s'agisse de l'économie, de la société, du gouvernement, des sciences et de l'environnement. Les investisseurs devront s'adapter à tous ces changements afin de préserver et faire fructifier leur patrimoine l'an prochain.

Stocksy

En mouvement perpétuel?

Les perspectives des marchés internationaux des actions nous semblent positives et nous abordons la nouvelle année dans un contexte de croissance économique vigoureuse, sans signes évidents de ralentissement imminent. Cela dit, les contextes monétaires, politiques, technologiques, sociaux et environnementaux sont en train de changer. Chacune de ces évolutions exigera un effort d'adaptation de la part des investisseurs.

La reprise continue sur des bases solides

L'année 2017 semble devoir être marquée par la meilleure performance économique mondiale depuis 2011. La croissance a accéléré aux États-Unis, dans la zone euro, en Chine, au Japon, en Russie et au Brésil, faisant grimper le PIB mondial à 3,8% selon nos estimations, contre 3,1% en 2016. L'expansion a notamment impressionné par son caractère synchronisé. La croissance s'est révélée positive dans chacune des économies du G20, ce qui n'est arrivé que six fois pendant les trente dernières années.

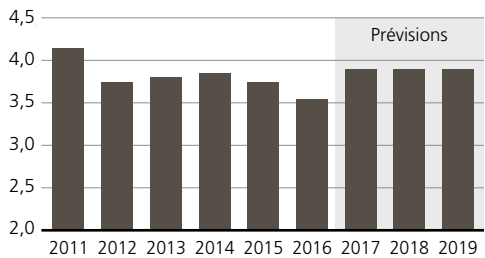
En termes de perspectives, le contexte économique favorable qui prévaut actuellement ne devrait guère évoluer. Les États-Unis et le Japon bénéficient de leur solide marché du travail et de la bonne rentabilité de leurs entreprises. Une modération du rythme de croissance est envisageable en Europe, vu les incertitudes suscitées par l'appréciation de l'euro et le Brexit, et en Chine, où la construction immobilière devrait ralentir en réponse à la diminution des prix. Ces éléments devraient être compensés par le dynamisme de l'économie brésilienne, dont la reprise se poursuit après la récession de 2015-2016, et de l'économie indienne, où les réformes économiques des douze derniers mois devraient commencer à porter leurs fruits.

Globalement, nous tablons sur une croissance de 3,8% en 2018, avec un maintien du solide taux d'expansion actuel, voir figure 1.1.

Figure 1.1

Croissance toujours solide en 2018

Croissance du PIB réel, monde, en %



Source: UBS

Une récession semble peu probable en 2018

Les périodes de forte croissance économique ne peuvent pas durer indéfiniment. Cela dit, nous ne voyons guère de signes d'une récession imminente. Historiquement, les récessions sont déclenchées par un choc pétrolier, une politique monétaire trop restrictive, une contraction des dépenses publiques, une crise financière ou de crédit, ou par une combinaison de ces facteurs. Aucun événement de cette nature ne devrait toutefois se matérialiser en 2018.

Nous tablons sur de faibles évolutions du prix du pétrole. Les stocks pétroliers des pays membres de l'OCDE sont environ 10% supérieurs aux normes historiques, ce qui offre une certaine sécurité même si l'offre diminue l'an prochain. Sauf recrudescence significative des

tensions au Moyen-Orient, nous pensons que le Brent s'échangera aux environs de 57 USD par baril dans douze mois.

Les banques centrales vont sans doute manifester une certaine prudence en parallèle au durcissement de leurs politiques monétaires. L'inflation est stable et les statistiques clés devraient rester inférieures aux objectifs des banques centrales. Nous prévoyons seulement deux relèvements de taux d'intérêt aux États-Unis et au Canada, un en Suisse, un en Australie et un en Nouvelle-Zélande. La zone euro, le Royaume-Uni et le Japon ne devraient pas modifier leurs taux en 2018. Par ailleurs, les États-Unis et la zone euro n'allègeront leurs programmes d'assouplissement quantitatif que progressivement. Le Japon maintiendra son programme.

Globalement, en termes nets, la part des dépenses publiques en proportion du PIB devrait rester inchangée. L'ère de l'austérité en Europe est terminée. Aux États-Unis, le déficit pourrait augmenter du fait de la réforme fiscale. Nous tablons sur un déficit budgétaire de 2,9% du PIB au niveau mondial en 2018, en légère diminution par rapport au niveau actuel (3,0%).

Enfin, l'endettement ne semble pas constituer une menace. Dans les pays développés, le ratio dette du secteur privé/PIB est de 164%, en hausse minime par rapport à 161% seulement en 2014, après un pic de 173% en 2009 selon la Banque des règlements internationaux (BRI). Le taux d'endettement augmente rapidement en Chine (il est actuellement de 258% du PIB selon la BRI), mais les pouvoirs publics sont capables de gérer sa progression. La dette extérieure (c'est-à-dire celle due aux prêteurs étrangers) ne représente que 13% du PIB, ce

qui réduit la probabilité de voir la Chine subir une crise de confiance internationale.

Un ralentissement de l'économie nous semble donc improbable, sauf choc exogène tel qu'une flambée des tensions au Moyen-Orient, avec hausse sensible des prix du pétrole, ou un conflit entre les États-Unis et la Corée du Nord.

Vers une fin de l'expansion économique?

Dans certaines régions du monde, l'expansion économique dure depuis déjà longtemps. Aux États-Unis par exemple, une poursuite de la croissance en 2018 donnerait naissance à la deuxième plus longue période d'expansion de l'après-guerre. Seule la période d'expansion 1991-2001 aurait duré plus longtemps.

Cela dit, les ères de prospérité ne meurent pas de vieillesse... Les statistiques de la Réserve fédérale de San Francisco montrent que, depuis la Seconde Guerre mondiale, la probabilité d'une récession n'augmente pas de manière significative en fonction de la durée d'une période d'expansion. L'amélioration de la gestion des stocks, l'augmentation de la part des services dans l'économie et l'implication croissante des décideurs politiques dans la gestion des cycles des affaires sont autant d'éléments ayant contribué à la stabilisation des cycles économiques.

En savoir plus. Replacer le cycle économique actuel dans son contexte et en savoir plus sur les cycles passés, leurs origines, et leurs retournements.

ubs.com/cio



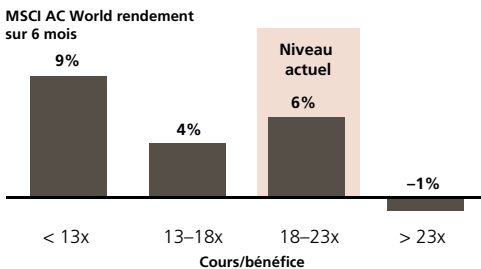
Actions: notre opinion est positive

Notre opinion des marchés actions reste positive, alors que nous abordons la nouvelle année dans un contexte de croissance économique vigoureuse et sans signe évident de ralentissement imminent. Avec un PER de 18,0x, les évaluations des actions sur les marchés internationaux sont comparables à leur moyenne à long-terme (18,3x). Les prix n'ont pas encore atteint des niveaux laissant présager, en comparaison historique, une faible performance, mais les investisseurs ne doivent pas s'attendre à une poursuite des rendements annuels à deux chiffres observés ces dernières années. Historiquement, des évaluations comprises entre 18x et 23x ont annoncé une performance d'environ 6% sur les douze mois suivants, voir figure 1.2. Comme en 2017, une solide croissance des bénéfices devrait favoriser la hausse des marchés actions.

Figure 1.2

Les évaluations compatibles avec une nouvelle hausse

Rendement total subséquent sur 6 mois pour l'indice MSCI AC World, pour un PER donné



Remarque: rendement total moyen de l'indice MSCI AC World dans les six mois suivants lorsque l'évaluation se situe dans la fourchette indiquée à la fin du mois. Sur la base des données depuis 1987.

Source: UBS, Thomson Reuters

Plus généralement, les investisseurs se souviendront qu'éviter de prendre ses bénéfices trop tôt est essentiel pour obtenir des résultats à long terme. Depuis 1927, la progression moyenne des douze derniers mois des marchés haussiers ressort à 22%. En renonçant à ces périodes, les investisseurs positionnés sur le S&P 500 réduiraient leurs rendements annuels à long terme de 9,6% à seulement 7,2%.

Evolution de l'environnement

Notre vision des marchés est positive, mais cela ne veut pas dire que l'année à venir sera facile pour les investisseurs. Le contexte d'investissement est en train d'évoluer. Les niveaux de volatilité anormalement faibles connus ces derniers temps pourraient disparaître dans un contexte de resserrement monétaire, d'incertitudes politiques, de changements technologiques et de défis côté développement durable, chacun de ces éléments créant des opportunités et des risques.

Resserrement monétaire: alors qu'une période d'assouplissement de presque dix années tire à sa fin, les investisseurs doivent anticiper une remontée de la volatilité, des corrélations potentiellement plus marquées et une plus forte dispersion des performances des actions. Nous voyons des opportunités dans le secteur financier, mais aussi dans les placements alternatifs pour les investisseurs qui cherchent à réduire la volatilité de leurs portefeuilles.

Incertaines politiques: le calendrier politique va s'accompagner d'une augmentation des risques sur les marchés locaux, avec une probabilité de volatilité accrue au Brésil, au Mexique, en Russie, en Afrique du Sud, en Espagne et au Royaume-Uni. Cela dit, la réforme fiscale américaine et l'initiative chinoise Nouvelle

route de la soie pourraient offrir aux investisseurs des opportunités d'investissement liées à la politique.

Changements technologiques: Les nouvelles technologies vont à la fois ravir et perturber. Les investisseurs très présents dans les secteurs menacés par ces changements sont exposés à un risque. Cela dit, des opportunités existent parmi les entreprises qui développent ou adoptent des technologies de gestion des données, apportent des solutions d'automatisation et de robotique, ou fournissent des systèmes

électroniques ou des composants pour voitures électriques à conduite autonome.

Défis liés au développement durable: Le monde reste confronté à de multiples défis allant du changement climatique à la surexploitation des ressources et aux inégalités économiques. Les effets à court terme sur les marchés sont incertains, mais le secteur de l'investissement durable permet aux investisseurs de contribuer à une solution à long terme, sans sacrifier les rendements ajustés du risque.

Perspectives d'un lauréat du prix Nobel

Combien de temps reste-t-il dans le cycle actuel?

Edmund S. Phelps, lauréat du prix Nobel de sciences économiques (2006)

L'expansion continue aux États-Unis, et les booms économiques qui se développent dans d'autres pays ont surpris (comme c'est généralement le cas). Ces phénomènes semblent liés à une disparition du pessimisme, et peut-être à un nouvel optimisme quant à l'avenir. Le taux de croissance du PIB américain semble évoluer aux environs de 3,0% par an, et je pense que la croissance peut se poursuivre à ce rythme pendant plusieurs trimestres, sachant que beaucoup dépendra du vote du projet de réduction des impôts: je pense que le boom économique américain continuera en 2018 si la baisse des impôts est adoptée et mise en vigueur, mais qu'il prendra sans doute fin dans le cas contraire.

Pour l'avenir, je pense que si la croissance mondiale de la productivité totale des facteurs – moyenne pondérée de la productivité du travail et de la productivité du capital – n'augmente pas de manière significative dans les quatre ou cinq prochaines années, les investissements retomberont, en pourcentage du PIB, à l'étiage observé ces dernières décennies. Il me semble que les investisseurs sont déjà bien préparés pour une période de plus faibles rendements à long terme.

Source: [ubs.com/nobel](https://www.nobelprize.org/ubs.com/nobel)

Resserrement monétaire

Les banques centrales vont durcir leurs politiques monétaires pendant l'année à venir. Nous ne voyons aucune raison de s'inquiéter; la hausse des taux pourrait même créer des opportunités. Cela étant, les investisseurs doivent anticiper une hausse de la volatilité, des corrélations plus marquées et une plus forte dispersion de la performance des actions.

Les investisseurs vont sans doute entendre parler de resserrements des politiques monétaires en 2018. Les banques centrales achètent des actifs financiers depuis près de dix ans,

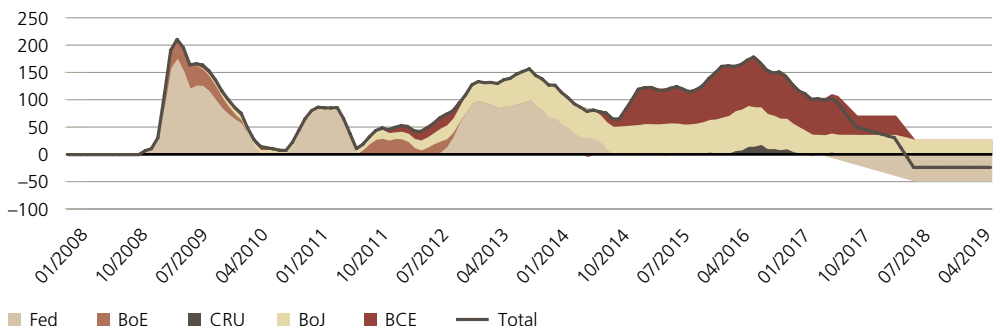
dans le but de faire baisser les taux longs et de stimuler la croissance économique et l'inflation. Toutefois, avec la plus forte expansion du PIB mondial constatée depuis six ans, de nombreux banquiers centraux estiment que l'économie est désormais suffisamment solide pour leur permettre de commencer à alléger leurs mesures de soutien.

La Réserve fédérale américaine devrait réduire son bilan de moins de 10% l'an prochain, et relever ses taux d'intérêt à deux reprises. La Banque centrale européenne (BCE) achète actuellement 60 milliards d'EUR d'actifs financiers chaque mois. Elle va toutefois réduire ses achats à 30 milliards d'EUR par mois de janvier à septembre. Nous tablons sur une élimination de ce programme d'ici fin 2018.

Figure 1.3

Les banques centrales retirent leurs liquidités d'ici fin 2018

Achats nets mondiaux mensuels par les principales banques centrales du monde, en mrd d'USD



Source: UBS, Haver Analytics



Nevada, Etats-Unis. Anubhav Saxena. Unsplash

A cette date, la Banque du Japon (BdJ) sera, selon nous, la seule grande banque centrale à mettre en œuvre des mesures monétaires de stimulation de l'économie mondiale. Au total, les banques centrales vont devenir des émetteurs nets d'actifs financiers, et ce pour la première fois depuis le début de la crise financière, voir figure 1.3.

Il n'y a pas lieu de s'inquiéter

Bien que l'abandon de l'assouplissement monétaire marque un changement, tant qu'il reste compatible avec les perspectives de croissance mondiale, les investisseurs n'ont, selon nous, pas lieu de s'inquiéter.

Le durcissement devrait être limité. Le processus de «resserrement quantitatif» de la Fed n'implique qu'une légère réduction de son bilan. En outre, pris dans leur ensemble, les bilans des banques centrales internationales vont continuer de croître grâce aux mesures de stimulation mises en œuvre par la BCE et la BdJ. La Fed considère également que son programme d'assouplissement quantitatif, sur la totalité de sa durée, n'a fait baisser les rendements obligataires à long terme que de 100 points de base. Le tour de vis quantitatif actuel ne devrait donc avoir directement qu'un impact limité sur les rendements. Nous prévoyons une hausse des taux américains à 10 ans à 2,5% d'ici fin 2018.

Les banquiers centraux restent sensibles aux données économiques. Ils n'envisagent de relever les taux d'intérêt qu'en réponse à une accélération de la croissance, et leur position peut s'interpréter comme un vote de confiance vis-à-vis de l'économie. Nous pensons que les banques centrales adopteront une attitude plus accommodante si la croissance ou l'inflation ralentit à nouveau au niveau mondial, ou si les marchés financiers connaissaient des perturbations importantes.

L'inflation devrait rester contenue. Contrairement à la situation connue lors des précédents cycles de relèvement des taux d'intérêt, la plupart des banques centrales n'ont pas à faire diminuer l'inflation, qui reste obstinément inférieure aux objectifs. Les politiques monétaires pourraient devenir moins accommodantes, mais des politiques restrictives ne sont pas nécessaires.

Enfin, des facteurs structurels autres que l'assouplissement quantitatif ont contribué à la baisse des taux d'intérêt et des rendements obligataires ces dernières années. Ces facteurs subsistent. Le départ à la retraite des baby-boomers pèse sur les perspectives de croissance et fait migrer l'épargne vers les placements à revenu fixe. Le développement des industries à faible intensité capitaliste réduit la demande d'investissement. En outre, la régle-

mentation continue d'obliger les gestionnaires des fonds de pension et d'assurance à accumuler des obligations à échéances longues. Entre 70 et 80% des bons du Trésor américain, par exemple, appartiennent à des investisseurs qui n'ont d'autre choix que de les posséder.

Changement de dynamique

Cela dit, nous pensons que le resserrement des politiques monétaires va modifier la dynamique des marchés.

La volatilité de marché pourrait augmenter en parallèle à l'allègement des mesures de relance pendant l'année. Les investisseurs tablant sur l'interventionnisme des banques centrales, la volatilité est restée ces dernières années quasiment au niveau le plus faible connu en termes historiques. Nous pensons que la plupart des banques centrales maintiendront une politique interventionniste, mais leur approche plus restrictive pourrait amener les investisseurs à douter de leur volonté d'agir. Et les gouvernements devront trouver de nouveaux investisseurs du secteur privé pour placer leurs nouvelles émissions obligataires nettes.

Pour en savoir plus sur l'assouplissement quantitatif et ses retombées sur les marchés ces dix dernières années.



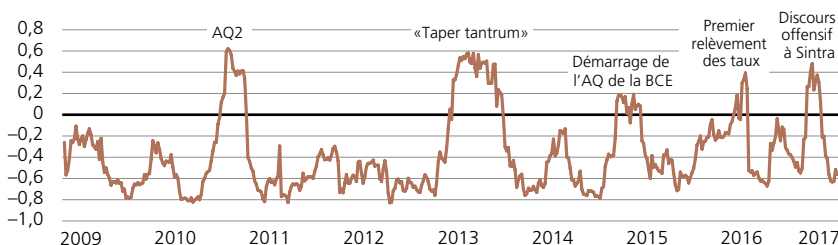
ubs.com/cio

Les prix des obligations et des actions pourraient connaître des mouvements de hausse ou de baisse simultanés si la politique monétaire devient un souci pour les investisseurs. Historiquement, les périodes d'inflexion des politiques monétaires ont été accompagnées d'un renforcement des corrélations obligations/actions, ces deux classes d'actifs réagissant à l'évolution des politiques des banques centrales plutôt qu'à la croissance, voir figure 1.4. Une telle dynamique se traduirait par une augmentation de la volatilité pour les investisseurs qui diversifient leurs portefeuilles entre les actions et les obligations.

Figure 1.4

Les corrélations obligations-actions peuvent devenir positives dans les phases de revirement de la politique monétaire

Corrélation en glissement sur 13 semaines, S&P500, bons du Trésor US à 5 ans, en %



Source: UBS, Bloomberg

Martin Reisch. Unsplash

Et s'il est envisageable que les obligations et les actions évoluent de manière synchronisée, les corrélations entre les actions pourraient diminuer, des taux d'intérêt plus élevés incitant les investisseurs à sélectionner les entreprises de manière plus rigoureuse. On pourrait ainsi constater un désintérêt pour les actions qui se comportent comme des obligations, alors que les actions et secteurs sensibles aux taux d'intérêt, par exemple le secteur financier, pourraient afficher de meilleures performances. Les investisseurs pourraient favoriser les gestionnaires actifs dans un tel environnement, si les corrélations au sein de chaque marché restent faibles.

Idées de placement

Financières américaines – la hausse des taux d'intérêt tend à gonfler les marges d'intérêt nettes des banques. Dans la mesure où un allègement des mesures de stimulation monétaire signale un environnement macroéconomique favorable, les entreprises du secteur financier devraient bénéficier du développement de l'activité de leurs clients, d'une augmentation de la demande de prêts, et de la bonne solvabilité des emprunteurs.

Implications pour les portefeuilles

– **Diversification en placements alternatifs:**

les corrélations entre les obligations et les actions peuvent augmenter à l'occasion des revirements de politique monétaire, ce qui accroît la volatilité des portefeuilles. La diversification en placements alternatifs, y compris en hedge funds, peut aider à réduire la volatilité.

- **Gestion active:** la réduction du soutien apporté par les banques centrales devrait accroître la sensibilité des actions aux facteurs particuliers à chaque entreprise. Cela pourrait jouer en faveur des gestionnaires actifs. Ils ont en effet sous-performé précédemment, les politiques de stimulation mises en œuvre par les banques centrales ayant contribué à faire progresser toutes les actions simultanément.

Incertitudes politiques

La politique va de nouveau faire les gros titres. Son impact devrait être limité sur le marché international, mais elle présente à la fois des risques et des opportunités au niveau local.

La Russie et la Chine affirment leur présence sur la scène mondiale, la Corée du Nord développe des armes nucléaires, l'instabilité politique règne au Moyen-Orient, le Royaume-Uni doit négocier sa sortie de l'UE, et des élections sont prévues aux Etats-Unis, en Italie, au Brésil, au Mexique, en Russie et en Malaisie. La politique va donc rester un facteur d'incertitude dans le monde entier en 2018.

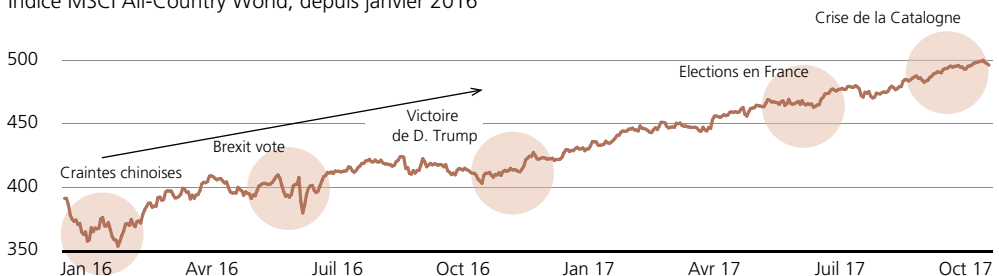
L'économie, en général, l'emporte sur la politique

On peut se demander s'il est utile aux investisseurs de s'intéresser à la géopolitique. Malgré une attention considérable de la part des médias, et une pléthore d'événements et de surprises politiques ces deux dernières années, la meilleure stratégie pour les investisseurs aurait été d'ignorer les nouvelles en continu et de rester exposés aux marchés, voir figure 1.5. Les marchés actions ont progressé et la volatilité est tombée à des niveaux plancher. Parier sur les événements aurait pu se révéler coûteux: l'indice FTSE 100 a cédé près de 9% au lendemain du référendum britannique, avant de se redresser quelques jours plus tard, clôturant l'année en forte hausse.

Figure 1.5

Les marchés se sont montrés relativement insensibles aux risques politiques

Indice MSCI All-Country World, depuis janvier 2016



Source: UBS, Bloomberg

Nous ne pensons pas que cette sérénité du marché soit de la complaisance. L'impact des politiques intérieures sur les marchés internationaux nous semble généralement surestimé.

La politique est une chose souvent subjective. Les événements considérés comme défavorables par certains peuvent être interprétés comme favorables par d'autres. Entre octobre 2016 et août 2017, les attentes globales des consommateurs américains, telles que mesurées par l'Université du Michigan, ont diminué de 33 points chez les Démocrates et augmenté de 47 points chez les Républicains. Ces phénomènes d'équilibre peuvent neutraliser l'impact de la politique sur le moral des consommateurs et le climat des affaires.

L'impact des événements politiques est souvent local et sans conséquences sur les marchés internationaux. Le Brexit, le séparatisme catalan, les sanctions contre la Russie et les modifications de l'accord de libre-échange nord-américain (ALENA) sont susceptibles d'affecter, respectivement, les marchés britannique, espagnol, russe et mexicain. Mais l'impact sur les marchés internationaux est beaucoup plus faible, et les événements politiques des différents pays peuvent s'annuler les uns les autres.

Par ailleurs, les investisseurs prêtent une attention toute particulière aux flux de trésorerie à

long terme. Les politiques décidées par un gouvernement dont le mandat va expirer ont donc parfois une moindre importance à leurs yeux.

Testez votre aptitude à évaluer l'impact des événements géopolitiques sur les marchés au moyen des études de cas historiques portant aussi bien sur la Seconde Guerre mondiale que sur la crise des missiles de Cuba ou le Brexit.



ubs.com/cio

Impacts potentiels spécifiques

Nous ne pensons pas que la politique va influencer les marchés mondiaux pendant l'année à venir, mais elle peut affecter les investisseurs dans trois circonstances particulières: premièrement, en cas d'événements extrêmes, tels qu'une guerre. En 1940, la Bataille de France a fait chuter le Dow Jones de 14% pendant la semaine de l'invasion. Dans les années 70 et au début des années 80, les crises pétrolières résultant de la guerre du Kippour (et de l'embargo qui lui était lié) et de la guerre Iran-Irak, ont contribué à la tourmente sur les marchés financiers mondiaux. Nous suivrons donc les risques géopolitiques très attentivement, notamment au Moyen-Orient et dans la péninsule coréenne.

Deuxièmement, lorsque l'économie mondiale ralentit. Les taux d'intérêt restent faibles et les rendements marginaux de la politique quantitative diminuent. La politique budgétaire pourrait donc jouer un rôle plus important pour le soutien à la croissance après le prochain ralentissement mondial que cela n'avait été le cas la dernière fois (on peut considérer que les banques centrales avaient alors joué un rôle plus important).

Enfin, l'impact de la politique étant plus marqué au niveau local qu'au niveau mondial, des événements politiques locaux même relativement mineurs peuvent affecter les investisseurs dont les portefeuilles sont trop concentrés sur certaines régions ou certains secteurs.

Nous voyons un risque de volatilité lié à une instabilité d'origine politique au Brésil, au Mexique, en Russie, en Afrique du Sud, en Espagne et au Royaume-Uni. Indépendamment des vues de notre scénario de base en ce qui concerne les différentes régions, les incertitudes politiques représentent une menace. Nous pensons donc que les investisseurs fortement exposés à ces marchés, notamment les investisseurs locaux qui privilégient leur marché domestique, ont tout intérêt à diversifier leurs portefeuilles en investissant sur des marchés étrangers.

Dans le même temps, nous voyons des opportunités d'origine politique aux États-Unis et en Chine, liées à la réforme fiscale américaine, à

Idées de placement

Risques géopolitiques locaux en 2018 – les investisseurs exposés ont intérêt à diversifier leurs portefeuilles

Événement	Pays concerné	Description
Elections au Brésil	Brésil	La victoire d'un candidat populiste à l'élection présidentielle de l'année prochaine pourrait faire dérailler la réforme et entraîner une nouvelle détérioration de la situation budgétaire
Négociations ALENA	Mexique	Des accroc dans les négociations de l'ALENA, l'arrivée éventuelle au pouvoir de Lopez Obrador ou une inflation alimentée par un affaiblissement du peso sont autant de circonstances capables d'induire une sous-performance des actifs mexicains.
Rapport du Trésor américain sur la Russie	Russie	Le Trésor américain prépare un rapport qui devrait être rendu en février. De nouvelles sanctions éventuelles de la part des États-Unis pourraient augmenter la prime de risque sur les actifs russes.
Conférence de l'ANC	Afrique du Sud	Dans un contexte de faible croissance et de situation budgétaire très difficile dans le pays, le nouveau leader choisi en décembre lors de la conférence de l'ANC pourrait promouvoir des changements – pour le meilleur comme pour le pire.
Séparatisme catalan	Espagne	L'incertitude qui persiste quant au statut politique de la Catalogne pourrait accentuer la volatilité des actifs espagnols.
Négociations du Brexit	Royaume-Uni	Les incertitudes liées au Brexit pourraient accentuer la volatilité des actifs britanniques, en parallèle aux négociations.

la déréglementation et à l'initiative Nouvelle route de la soie.

- **Réforme fiscale américaine:** une réduction à 25% du taux d'imposition des entreprises américaines, et le rapatriement des gains réalisés à l'étranger, pourraient faire grimper leurs bénéfices par action jusqu'à 10%.
- **Déréglementation aux Etats-Unis:** des textes législatifs, ou des décisions du gouvernement Trump, pourraient réduire l'impact des réformes du président Obama en matière de santé (loi dite *Affordable Care Act*). En parallèle, des modifications des réglementations environnementales et financières pourraient stimuler les secteurs des infrastructures d'énergie et de la finance.
- **Nouvelle route de la soie:** les investissements de la Chine dans les projets d'infrastructure liés à la *Nouvelle route de la soie* prennent de l'ampleur. Les dépenses devraient doubler sur les cinq prochaines années, pour atteindre 90 à 160 milliards d'USD. Les entreprises d'infrastructure des marchés émergents devraient en être les principales bénéficiaires.

Implications pour les portefeuilles

- **Diversification régionale:** les investisseurs qui souhaitent réduire leur exposition aux risques politiques locaux ont intérêt à diversifier la répartition régionale de leurs avoirs.
- **Diversification par classes d'actifs:** nous pensons que les titres à revenu fixe vont sous-performer les actions en 2018; malgré cela, une combinaison des deux classes d'actifs pourrait contribuer à protéger les portefeuilles face au risque géopolitique.
- **Rééquilibrage:** l'effet des événements géopolitiques est souvent de courte durée. Une stratégie de rééquilibrage régulier des portefeuilles peut aider face aux incertitudes politiques. Un rééquilibrage systématique peut contribuer jusqu'à 80 points de base par an à la performance avant impôts.

Perspectives d'un lauréat du prix Nobel

L'impact géopolitique de la présidence «l'Amérique d'abord»

Roger B. Myerson, lauréat du prix Nobel de sciences économiques (2007)

Le projet de budget du président Trump pour 2018 prévoit d'augmenter les dépenses militaires. Mais les nouveaux investissements proposés pour le matériel militaire ne devraient pas modifier l'influence géopolitique de l'Amérique. Les récentes frustrations liées à la politique étrangère américaine n'étaient pas dues à une absence de capacités militaires, mais plutôt à une faiblesse des capacités diplomatiques, à savoir à la difficulté de transformer les succès sur les champs de bataille en évolutions politiques positives.

L'influence d'un pays dans les affaires internationales dépend autant de sa capacité à prendre des engagements crédibles à long terme que de sa puissance militaire. A cet égard, le basculement du président Trump vers une politique opportuniste («l'Amérique d'abord») pourrait en fait diminuer la capacité des États-Unis à atteindre leurs objectifs de politique étrangère. Avec le retrait de l'Amérique des principaux accords internationaux, il sera difficile d'avoir confiance dans les promesses nouvellement négociées. Dans ce contexte, des accords de sécurité conclus directement entre la

Chine et la Corée du Sud représenteraient le meilleur espoir pour contenir efficacement le militarisme nord-coréen, même si de tels accords pourraient s'interpréter comme un signe du déclin de l'influence américaine en Asie.

Dans le même temps, l'ALENA est menacé, le président Trump ayant indiqué que cet accord a contribué au déficit commercial de longue date des États-Unis. Mais ce déficit commercial a surtout été alimenté par une forte demande internationale pour les bons du Trésor américains, reflétant la confiance mondiale dans la stabilité et la fiabilité du gouvernement des États-Unis. Les décisions issues de la politique «l'Amérique d'abord» pourraient éroder cette confiance et affaiblir la demande mondiale qui finance la dette américaine. Les déficits budgétaires du gouvernement fédéral seraient alors plus difficiles à financer pendant la présidence de Donald Trump que sous Obama ou Reagan: il pourrait s'ensuivre une hausse des taux d'intérêt américains après les allègements fiscaux en 2018.

Source: ubs.com/nobel

Changements technologiques

Nous vivons à une époque de développement technologique rapide. Nous voyons des opportunités particulières dans les données numériques, l'automatisation et la robotique, et la mobilité intelligente. Toutefois, les investisseurs fortement exposés à des entreprises ou secteurs particuliers peuvent être menacés par les changements technologiques.

Les technologies évoluent rapidement. Les calculateurs quantiques peuvent traiter des données 100 millions de fois plus vite que n'importe quel ordinateur traditionnel. Les premières voitures sans conducteur sont sur nos routes. Les écouteurs-traducteurs de langues peuvent interpréter des dizaines de langues en temps réel. Et les pionniers de la technologie visent des objectifs encore plus ambitieux. Certains chercheurs développent des panneaux solaires qui peuvent être imprimés sur papier. D'autres progressent dans le domaine des interventions chirurgicales directement sur l'ADN. La société Neuralink d'Elon Musk cherche à améliorer les fonctions cérébrales humaines au moyen d'implants, en envisageant un avenir de communications télépathiques.

Certaines de ces évolutions se révéleront plus efficaces en termes médiatiques qu'en substance. Comme l'a montré la bulle Internet, les visions séduisantes ne sont pas nécessairement synonymes de placements rentables, même si elles finissent par prévaloir. Il faut parfois trop de temps pour développer les technologies, les entreprises peuvent se révéler incapables de monétiser leur croissance, et la valeur créée peut, au bout du compte, bénéficier à un secteur autre que celui envisagé par les investisseurs.

Mais la technologie a également un impact très réel. Les entreprises technologiques ont généré 23% des bénéfices de l'indice S&P 500 ce dernier trimestre, soit une progression de 5 points de pourcentage en trois ans. Le secteur des technologies est aujourd'hui le plus important au sein des indices MSCI Emerging Market et MSCI China. Le nombre de brevets accordés a doublé ces dix dernières années (1,2 million de brevets accordés au niveau mondial pendant l'année statistique la plus récente). Enfin, le Bureau of Labor Statistics des États-Unis estime que l'économie aura besoin de 30% de développeurs de logiciels supplémentaires pendant les dix années à venir. Il s'agit là de l'emploi hautement rémunéré affichant la croissance la plus rapide.

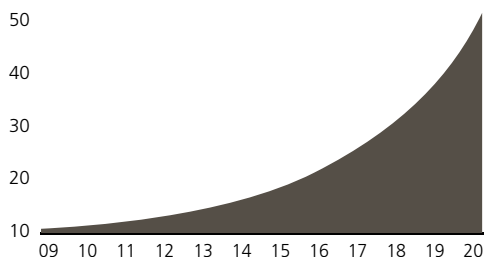
Opportunités de placement

Nous avons toujours confiance dans les perspectives à plus court terme du secteur technologique américain. Nous tablons sur une croissance des bénéfices de 12–13% en 2018, et les PER de 19,3x nous semblent raisonnables. Ces PER correspondent à une prime de 7,5% par rapport à une moyenne historique sur 25 ans de 22% par rapport au marché. A plus long terme, les opportunités technologiques les plus intéressantes nous semblent concerner trois domaines.

Figure 1.6

Croissance des données numériques de plus de 50x d'ici 2020

Univers numérique en zettaoctets



Source: IDC, EMC, UBS



Données numériques: le volume de données croît de manière exponentielle au niveau mondial. D'ici 2020, l'univers numérique représentera 44 zettaoctets (équivalent à 318 iPhones par ménage), soit 50 fois plus qu'en 2010 selon le cabinet de recherche industriel IDC, voir figure 1.6. La baisse spectaculaire du coût de la collecte, du traitement, du stockage et de l'analyse des données a fait de celles-ci un produit mondial essentiel surnommé «le nouveau pétrole». Et pourtant, la grande majorité de ces données reste inexploitée. Les entreprises dont les investissements concernent les différentes étapes du cycle de vie des données – création, transmission, stockage, traitement, consommation et monétisation – nous semblent bien positionnées pour dégager une croissance supérieure à la moyenne.

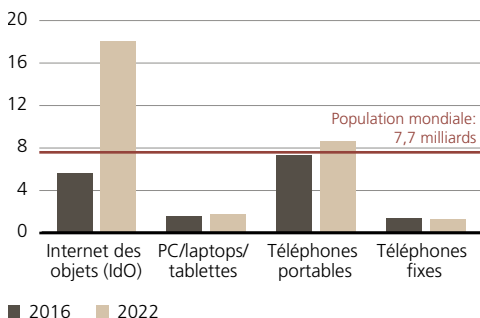


Automatisation et robotique: le monde en est à sa quatrième révolution industrielle. L'automatisation des usines et des processus, les technologies de fabrication additive et l'intelligence artificielle transforment la façon dont nous fabriquons et distribuons les produits. Le nombre d'appareils «Internet des objets» va bientôt dépasser le nombre de personnes sur la planète, voir figure 1.7. Enfin, la Fédération internationale de robotique anticipe l'installation de 160 000 robots rien qu'en Chine d'ici 2019. Nous

Figure 1.7

Plus d'appareils IoO que de personnes

Unités en milliards



Source: Ericsson, UBS

pensons que les sociétés exposées au thème vont afficher une augmentation d'environ 13% de leurs bénéfices par action en 2018, contre 8-12% pour le marché mondial des actions dans son ensemble, les logiciels industriels en tête.



Mobilité intelligente: l'activité réglementaire et les avancées technologiques nous ont amenés au seuil d'un boom de la mobilité intelligente, qu'il s'agisse de l'électrification des véhicules, de la conduite autonome ou des modèles d'auto-partage. Nous pensons que le marché accessible va décupler d'ici 2025, avec l'approche d'un point

d'inflexion côté pénétration des voitures électriques. Pendant l'année à venir, nous estimons que le coût total de possession d'un véhicule électrique alimenté par batterie sera pour la première fois inférieur en Europe à celui d'un véhicule équipé d'un moteur à combustion. En Chine et aux Etats-Unis, les points d'inflexion devrait être atteints, respectivement, d'ici 2023 et 2025. Nous voyons des opportunités particulières parmi les entreprises qui fournissent des composants électroniques et électriques liés à la conduite électrique ou autonome.

Implications pour les portefeuilles

– **Eviter de concentrer les portefeuilles sur un nombre réduit de lignes ou de secteurs:** les investisseurs dont les portefeuilles privilégient un nombre réduit d'entreprises ou de secteurs menacés par le changement sont particulièrement exposés pendant cette période de mutations technologiques accélérées. En 2017, le secteur du commerce alimentaire a décroché de 11% pendant la semaine où Amazon a annoncé son acquisition de Whole Foods, avec comme corollaire la perspective d'une guerre des prix. Une diversification au niveau des entreprises et des secteurs est indispensable pour limiter ce type de risque.

Thèmes à long terme



Les données numériques, l'automatisation / robotique et la mobilité intelligente font partie de notre série d'idées d'investissement thématiques intitulée Longer Term Investments. Elles devraient notamment bénéficier de tendances actuelles telles que la croissance démographique, le vieillissement et l'urbanisation. Selon nous, une participation diversifiée aux Longer Term Investments pourrait offrir une croissance des bénéfices supérieure à celle dégagée par les actions internationales dans leur ensemble, dans le cadre de cycles économiques multiples.

Découvrez les technologies qui transformeront, selon nous, les différents secteurs à l'échelle mondiale.



ubs.com/cio

Perspectives d'un lauréat du prix Nobel

La technologie menace-t-elle les emplois?

Sir Christopher A. Pissarides, lauréat du prix Nobel de sciences économiques (2010)

Depuis la révolution industrielle, les nouvelles technologies remplacent le travail humain. La machine à vapeur, le moteur à combustion, l'électricité et l'ordinateur ont détruit des postes occupés jusqu'alors par des êtres humains. À chaque fois, de nouveaux emplois ont été créés, améliorant potentiellement le sort de chacun.

Cette fois encore, de nouveaux emplois vont remplacer ceux que les robots et l'intelligence artificielle détruisent, car il y a encore beaucoup de choses que les robots ne peuvent pas faire. C'est notamment le cas des emplois qui impliquent une prise de décision dans des environnements imprévisibles. Dans la mesure où ce sont les robots qui travaillent, nous pourrons travailler moins et profiter davantage des produits de la nouvelle technologie pendant nos loisirs.

Mais à l'instar de la mondialisation, les nouvelles technologies ne peuvent bénéficier à tous que si la transition est gérée correctement. Les dirigeants d'entreprises devront voir comment associer robotique et main-d'œuvre, et faire preuve d'imagination lorsqu'ils choisissent les tâches que de nouvelles technologies peuvent faire. Les travailleurs devront faire preuve de souplesse, qu'il s'agisse du développement de leurs compétences ou des emplois qu'ils sont prêts à envisager. Enfin, les gouvernements doivent s'assurer du respect de la personne humaine et du maintien de normes rigoureuses dans le nouvel environnement de travail, sans pour autant paniquer en bloquant le progrès représenté par les nouvelles technologies. Les besoins éducatifs nationaux devront être repensés, en parallèle au développement de mécanismes de soutien aux travailleurs initialement perdants.

Source: ubs.com/nobel

Défis liés au développement durable

Le monde va rester confronté à des défis environnementaux et sociaux en 2018. Il faudra voir si des progrès pourront être réalisés dans un contexte de désaccords sur la scène internationale. Cela dit, les investisseurs peuvent jouer un rôle important en favorisant et finançant des solutions sans sacrifier les rendements ajustés du risque.

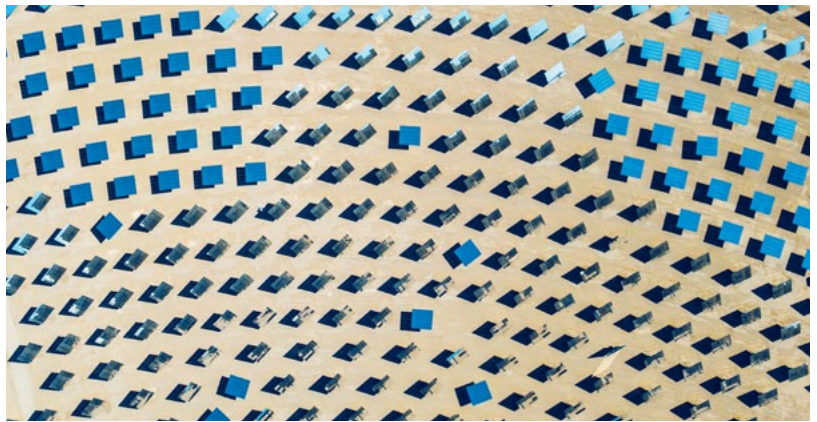
L'économie mondiale continue de se développer d'une manière qui ne saurait durer indéfiniment. Dans l'atmosphère, le dioxyde de carbone est à son plus haut depuis trois millions d'années, contribuant ainsi à la multiplication des phénomènes météorologiques extrêmes. L'utilisation des ressources naturelles a triplé ces 40 dernières années, avec pour conséquence une dégradation accrue de l'environnement et des problèmes de pollution urbaine. Et près d'un milliard de personnes vivent encore avec moins de 2 USD par jour, sous-alimentés et sans accès à l'eau propre, ce qui accentue le problème grandissant des migrations sur la planète.

Figure 1.8

Objectifs de développement durable des Nations Unies



Source: UN



Centrales solaires. Nevada, Etats-Unis. Getty Images

Les investisseurs peuvent jouer un rôle important en contribuant à la solution. En 2015, les Nations Unies ont établi des Objectifs de développement durable (ODD) visant, entre autres, à éradiquer la pauvreté, relever le défi climatique et lutter contre l'injustice, voir figure 1.8. Les Nations Unies reconnaissent que les structures sociales et juridiques ont un rôle à jouer, tout en considérant que la réalisation de cet ensemble ambitieux de 17 objectifs nécessitera des investissements publics et privés concernant toutes les formes de capital: physique, humain et environnemental.

Cette demande de capitaux privés dans le cadre des ODD, outre l'évolution rapide et l'approfondissement de la participation du secteur de l'investissement durable dans un nombre croissant de classes d'actifs, permet aux investisseurs d'avoir un impact positif sur certains des problèmes mondiaux les plus urgents, sans sacrifier les rendements ajustés du risque.

Idées de placement

Obligations vertes: les obligations vertes font partie des segments du marché des titres à revenu fixe qui connaissent la croissance la plus rapide. Ce sont des instruments à revenu fixe conventionnels, dont les montants sont affectés spécifiquement à des projets présentant des avantages pour l'environnement. Il est par exemple possible d'investir dans des obligations qui financent les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique, la gestion durable des déchets, l'utilisation durable des sols, la préservation de la biodiversité, les transports propres et l'eau propre/potable. Nous estimons qu'une exposition diversifiée aux obligations vertes peut générer des rendements comparables à ceux d'une combinaison d'obligations d'entreprise de haute qualité et de qualité investment grade.

Obligations des banques multilatérales de développement: les banques multilatérales de développement (BMD), par exemple le Groupe de la Banque mondiale, jouent un rôle essentiel en contribuant au développement là où il est le plus nécessaire. Ces dernières années, les BMD ont financé des projets tels que l'irrigation de plus de deux millions d'hectares de terres, l'accès de 42 millions de personnes à une eau de meilleure qualité, et la réduction de 588 millions de tonnes d'émissions

d'équivalent CO₂ par an (source: Banque mondiale). Les obligations émises par ces banques sont généralement notées AAA, adossées aux engagements de multiples gouvernements souverains, n'ont jamais été en défaut et peuvent, selon nous, être considérées comme équivalentes à des instruments de haute qualité tels que les bons du Trésor américain.

Stratégies en actions: en se diversifiant dans des stratégies axées sur les actions d'entreprises qui contribuent au développement durable, les investisseurs peuvent viser des rendements comparables à ceux d'un portefeuille diversifié standard consacré aux marchés internationaux des actions, tout en ayant un impact environnemental et social positif.

– *Approches thématiques:* en investissant dans des entreprises qui devraient bénéficier d'une demande croissante face aux défis environnementaux et sociaux mondiaux, les investisseurs peuvent à la fois récolter les fruits des solutions proposées par ces entreprises et leur apporter leur soutien. Nos thèmes d'investissement à plus long terme ciblent de nombreuses entreprises actives, par exemple, dans le développement des infrastructures d'eau et d'énergies renouvelables des pays émergents, ou la fourniture de matériels de soins à ces mêmes pays.

– *Champions des normes ESG:* les champions des normes environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) sont les entreprises qui ne se contentent pas d'éviter tout impact défavorable majeur sur la société et l'environnement, mais cherchent également à promouvoir un renforcement des normes de développement durable dans leur secteur d'activité. Nombre de ces entreprises considèrent les facteurs ESG comme des opportunités d'amélioration des rendements financiers. Des données empiriques suggèrent qu'il est possible de construire des portefeuilles dont les normes de développement durable sont supérieures à la moyenne, tout en obtenant un profil de risque-rendement comparable à celui des investissements «traditionnels».

– *Contributeurs à l'amélioration ESG:* les investisseurs peuvent récompenser les entreprises pour leur comportement en matière sociale et environnementale, en orientant leurs allocations vers celles qui ont réalisé des progrès significatifs pendant les mois ou années récents, tout en évitant celles dont la performance ESG s'est dégradée. Les stratégies de placement qui tirent parti de la dynamique ESG devraient être en mesure d'offrir des performances conformes, ou supérieures, à celles des indices de marché ordinaires.



iStock

- **Engagement ESG:** les gestionnaires de fonds peuvent également utiliser une approche axée sur l'engagement actionnarial pour pousser les directions des entreprises à améliorer leur performance ESG. L'impact peut être direct. Selon les données agrégées et analysées par Ceres, sur 779 propositions d'actionnaires visant à lutter contre le changement climatique et enregistrées de 2013 à 2017, 36% ont été adoptées sans qu'un vote soit nécessaire, les investisseurs et les entreprises ayant convenu que des efforts supplémentaires étaient indispensables pour progresser dans ce domaine, c'est-à-dire pour réduire leur empreinte carbone.

Investissement à impact social:

l'investissement à impact social est un outil essentiel pour mobiliser la richesse privée face aux défis mondiaux les plus urgents et atteindre les ODD des Nations Unies d'ici 2030. Les investisseurs privés à la recherche de rendement s'intéressent tout particulièrement aux ODD où le capital peut être valorisé et où l'évolution de la réglementation joue un rôle secondaire, par exemple l'éradication de la faim dans le monde grâce à une amélioration des systèmes de production et de distribution des produits alimentaires, l'accès et la qualité dans le domaine des soins, l'éducation, et les énergies propres et à prix abordable.

Implications pour les portefeuilles

Le secteur de l'investissement durable est désormais suffisamment étendu et ancré pour permettre de construire un portefeuille bien diversifié d'investissements durables. Nous pensons qu'un tel portefeuille peut offrir les mêmes rendements ajustés du risque que ceux obtenus d'un portefeuille diversifié traditionnel:

Classes d'actifs traditionnelles	Investissements équivalents, durables ou à impact social
Actions mondiales	Thèmes ESG Leaders des normes ESG Amélioration ESG Engagement ESG
Obligations HG	Obligations des BMD
Crédit investment grade	Obligations vertes/climatiques Leaders des normes ESG
Marchés privés	Private equity à impact social Dettes privées à impact social

Nos prévisions de l'an dernier se sont-elles confirmées?

Une année après la publication de Year Ahead 2017, nous revenons sur quelques-unes de nos prévisions. Certaines se sont révélées exactes, d'autres pas.

Paris gagnés

« Nous prévoyons une appréciation de l'euro et de la livre sterling face au dollar américain en 2017. »

L'euro et la livre sterling ont grimpé respectivement à 1.18 et 0.89 face au dollar US, contre 1.06 et 0.86 au moment où nous écrivions ces lignes fin 2016.

« Nous apprécions les actions américaines et tablons sur une croissance bénéficiaire de 8% en 2017. »

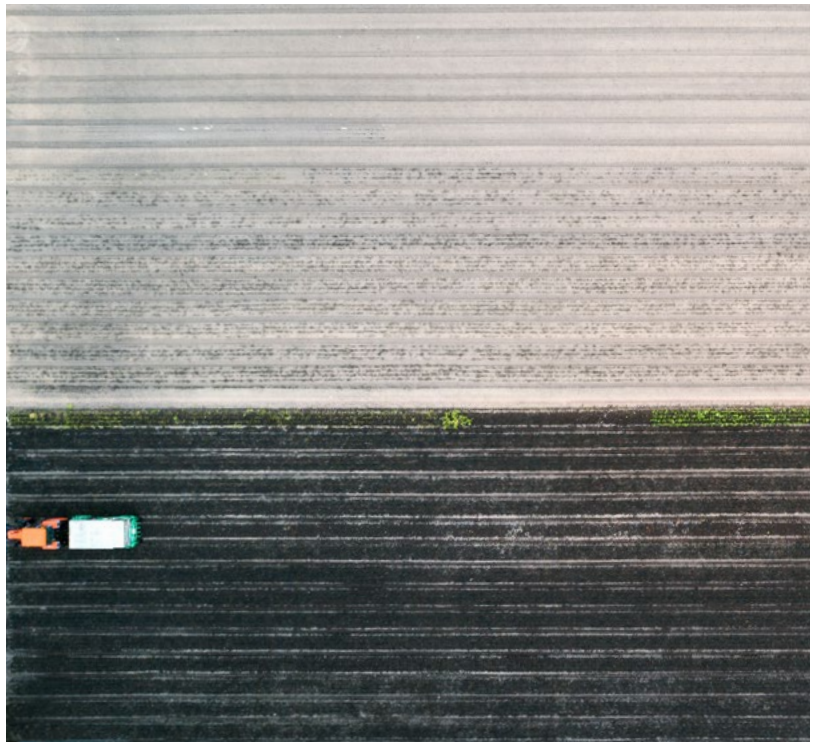
Les actions américaines ont progressé de 17% depuis la publication de notre prévision pour 2017. La croissance des bénéfices (+10%) a même surpassé nos estimations.

« Malgré l'incertitude qui règne sur le plan politique, nous sommes optimistes à l'égard des actions des marchés émergents (ME). »

Les actions émergentes ont progressé de 34%, dopées par la hausse des prix des matières premières, la baisse du dollar et une croissance supérieure aux attentes à travers la région.

« Nous sommes d'avis que les cours du pétrole se négocieront à 60 USD/baril dans 12 mois. »

Le pétrole se négocie actuellement à 63 USD/baril, contre 49 USD/baril lors de la rédaction de nos prévisions fin 2016.



Martin Forster, Unsplash

Paris perdus

« Nous prévoyons une croissance de 1,3% dans la zone euro en 2017, contre 1,6% en 2016. Nous tablons sur une croissance bénéficiaire de 5-9% dans cette région. »

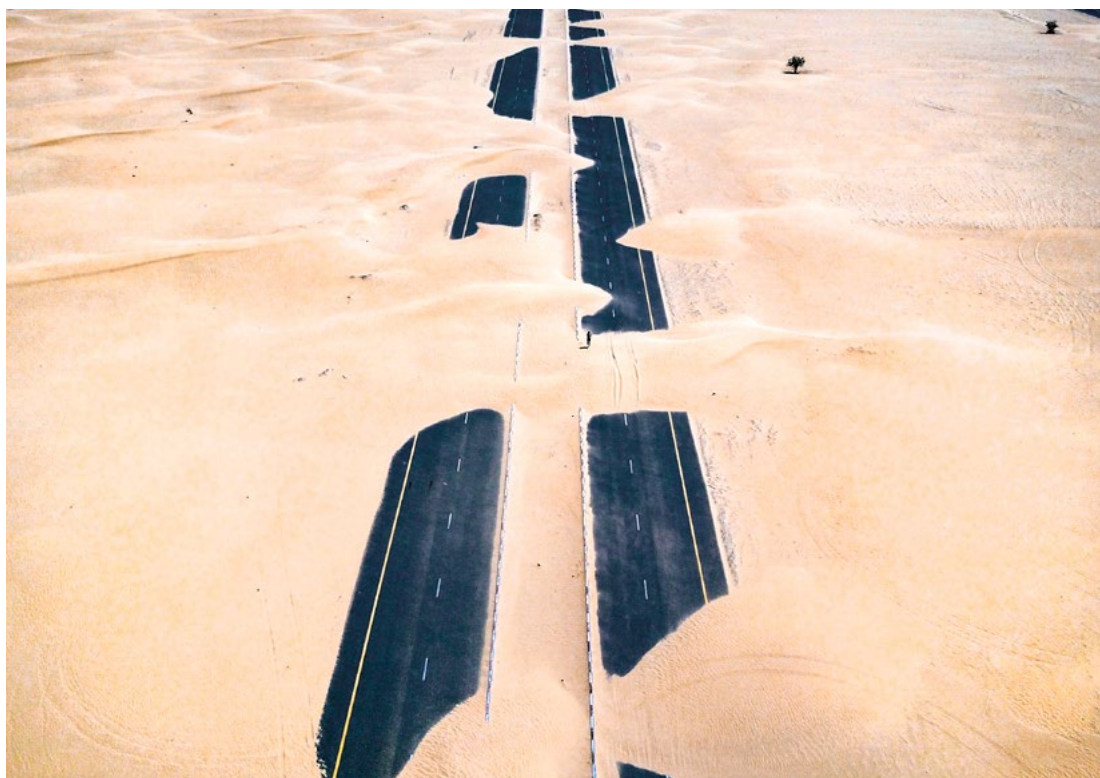
La croissance de la zone euro a surpris favorablement, à 2,3%; les bénéfices ont également surpassé nos prévisions: la progression est de 10%.

« La Chine devrait selon nous bien gérer son ralentissement, en affichant une croissance de 6,4%. »

La Chine a géré son ralentissement si efficacement que le taux de croissance de son PIB a en fait augmenté, surpassant nos prévisions. Cette croissance devrait être de 6,8% en 2017 contre 6,7% en 2016.

« Nous pensons que la Réserve fédérale relèvera ses taux une fois en décembre et deux fois en 2017. »

La Fed a effectivement relevé ses taux une fois en décembre 2016 et deux fois jusqu'à présent en 2017, mais un troisième relèvement nous semble désormais probable en 2017, au mois de décembre.



Johannes Schwaerzler. Unsplash

Principaux risques

L'évolution de l'environnement s'accompagne de risques susceptibles de peser sur les marchés internationaux en 2018. De nombreuses inconnues (identifiées ou non) pourraient affecter les investisseurs l'an prochain. Trois risques sont à signaler tout particulièrement: une forte recrudescence de l'inflation pourrait obliger les banques centrales à durcir leur politique de manière volontariste, nuisant ainsi à la croissance; les essais nucléaires en Corée du Nord et l'instabilité politique au Moyen-Orient pourraient induire des chocs géopolitiques; enfin, la Chine pourrait mal gérer la croissance de sa dette, provoquant ainsi un ralentissement économique plus important que prévu.

Forte hausse des taux

Notre scénario de base n'anticipe qu'un durcissement modéré des politiques monétaires des banques centrales. L'inflation devrait continuer d'évoluer en sourdine et il n'y a que peu de signes quantifiables révélateurs d'un excès pour l'heure. Mais des taux nettement plus élevés demeurent possibles.

Le scénario de risque

Deux circonstances pourraient inciter les banques centrales à agir plus brutalement: a) une recrudescence imprévue de l'inflation ou b) un changement radical dans la façon dont leurs membres interprètent les données économiques.

Un brusque changement de philosophie semble improbable. Les dirigeants des banques centrales vont rester les mêmes dans la plupart des régions, et la nomination de Jay Powell à la présidence de la Fed laisse entrevoir une continuité de la part de cette institution. A la Fed depuis 2012, Jay Powell a soutenu l'ensemble des politiques actuelles.

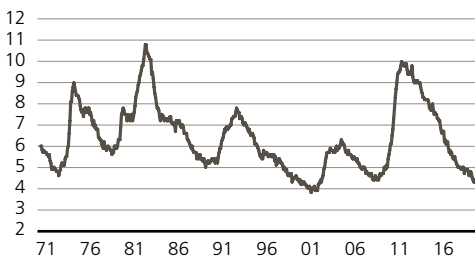
Cela dit, une hausse soudaine de l'inflation ne saurait être exclue. L'un des risques importants est celui d'une flambée des prix du pétrole en cas d'interruption des approvisionnements en provenance du Moyen-Orient. Mais un risque peut-être plus significatif concerne une augmentation éventuelle des salaires et des prix aux États-Unis. A 4,1%, le chômage américain est proche du plus-bas des années 1970 (voir figure 2.1).

Bien que la croissance des salaires reste, pour l'heure, modérée, une accélération pourrait intervenir si les entreprises rencontrent des

Figure 2.1

Chômage aux Etats-Unis proche des planchers des années 1970

Taux de chômage aux Etats-Unis, en %



Source: Bloomberg



iStock

difficultés d'embauche telles qu'elles doivent augmenter fortement les rémunérations pour attirer la main-d'œuvre et conserver leurs effectifs. De même, si les entreprises tournent à plein régime et sont incapables ou ne souhaitent pas accroître leur production, elles risquent d'augmenter leurs prix pour tenter d'ajuster la demande.

Bien qu'une augmentation de l'inflation ne soit pas nécessairement une mauvaise chose, s'il devenait évident que l'inflation augmente trop rapidement, la Fed pourrait se voir obligée de relever rapidement ses taux d'intérêt pour contenir la demande. Le risque d'une récession s'en trouverait alors renforcé: depuis 45 ans, chaque récession américaine a été précédée d'un cycle de fort relèvement des taux de la part de la Fed.

Impact sur le marché

Le ralentissement de la croissance et l'incertitude accrue quant à l'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt pourraient inciter les investisseurs à exiger des primes de risque plus élevées sur les marchés des actions et des crédits. Lors des précédentes récessions américaines, le ralentissement de la croissance économique avait, en moyenne, été précédé d'une correction de 20% du S&P 500. Une correction de

cette ampleur pourrait s'accompagner d'un recul des prix des matières premières et d'une baisse des rendements obligataires à long terme.

Leçons de l'histoire

Une inflation supérieure aux objectifs et un resserrement des taux par la Fed n'entraînent pas toujours immédiatement une baisse des marchés. L'inflation sous-jacente a légèrement dépassé l'objectif de la Fed de 2005 à 2007. La courbe des rendements s'est inversée pendant cette période, mais les actions ont continué de bien se comporter pendant toute la durée du cycle de hausse, profitant de la vigoureuse croissance économique. Cela dit, la hausse cumulée des taux a finalement contribué à un tassement du marché immobilier, lequel a joué un rôle de catalyseur des déséquilibres économiques qui ont donné naissance à la crise financière.

Principaux signes avant-coureurs

Les indicateurs que nous allons suivre de près pour anticiper toute augmentation du risque d'un durcissement bien plus marqué de la politique monétaire sont les suivants:

- une augmentation moyenne des salaires horaires supérieure à 3,5% (ce rythme est de 2,4% actuellement);
- une hausse de l'inflation sous-jacente des dépenses de consommation des ménages supérieure à 2,5% (ce taux s'inscrit actuellement à 1,3%);
- des prévisions supérieurs à 2,5% pour le point mort d'inflation sur cinq ans glissants (actuellement à 1,8%);
- des rendements à deux ans supérieurs à 2,5% (contre 1,7% actuellement).

Idées de placement

- **Hedge funds:** historiquement, les hedge funds ont surperformé les autres classes d'actifs lorsque les politiques monétaires se sont durcies, générant des rendements annualisés moyens de l'ordre de 11% contre 8% pour le S&P 500 lors des cycles de relèvement des taux de 1994–1995, 1999–2000 et 2004–2006. Ils offrent aussi des avantages de diversification lorsque la corrélation actions-obligations augmente.

- **Obligations de haute qualité à duration longue,** dans le cadre d'un portefeuille bien diversifié. Bien que notre scénario de base soit défavorable aux obligations de haute qualité à duration longue, le potentiel de baisse est sans doute limité en termes absolus. En effet, ces obligations bénéficient d'un soutien structurel lié au vieillissement démographique et à la réglementation. En outre, elles devraient s'apprécier si la Fed provoque une récession.

Conséquences pour les portefeuilles

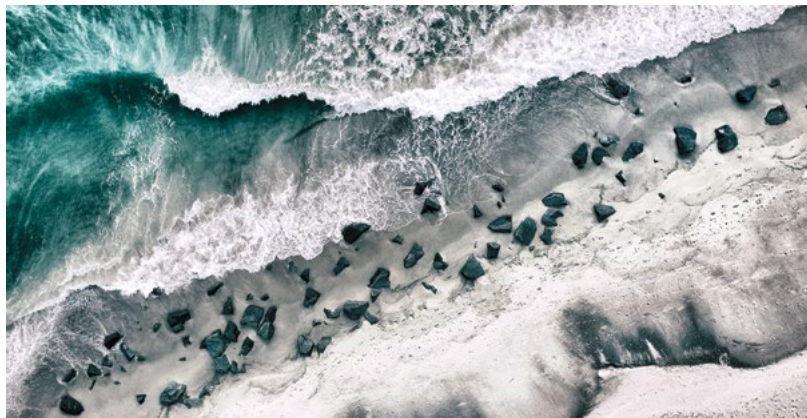
- **Diversification régionale:** il est peu probable que toutes les régions monétaires connaissent simultanément des pénuries de main-d'œuvre ou des contraintes de capacité de production imposant un relèvement des taux d'intérêt. En diversifiant leurs placements sur les différentes régions monétaires, les investisseurs peuvent continuer de profiter des marchés en progression tout en se protégeant contre le risque d'accélération de l'inflation.
- **Couverture du risque de change:** en s'assurant que les monnaies de leurs actifs correspondent aux monnaies de leurs engagements, les investisseurs peuvent réduire au maximum leur exposition aux mouvements brusques des taux de change, susceptibles de survenir en cas de revirements soudains de la politique monétaire.

Chocs géopolitiques

Dans notre scénario de référence, nous ne pensons pas que les poudrières que sont la péninsule coréenne et le Moyen-Orient vont perturber les marchés. Ni la Corée du Nord, ni les États-Unis ne nous semblent avoir intérêt à lancer une « première frappe ». Et le récent malaise au Moyen-Orient nous semble être un avatar des tensions de longue date entre l'Arabie saoudite et l'Iran, plutôt que l'amorce de quelque chose de plus sérieux. Mais même un faible risque de choc géopolitique mérite d'être suivi.

Le scénario de risque

- **Corée du Nord:** bien qu'une première frappe nord-coréenne nous semble improbable, les essais nucléaires de ce pays accentuent le risque et les conséquences d'une erreur d'appréciation. A titre d'exemple, les missiles utilisés pour les essais pourraient manquer leurs cibles inertes, suscitant alors des représailles. La Corée du Nord pourrait aussi se tromper quant à la localisation ou aux intentions des avions de combat américains, qui effectuent régulièrement des exercices dans la région. Du fait de la menace potentielle pour le Japon et la Corée du Sud, respectivement les troisième et onzième économies de la planète, tout conflit, ou toute crainte de conflit, pourrait avoir des conséquences à l'échelle mondiale.
- **Moyen-Orient.** L'Arabie saoudite est le premier exportateur du monde de pétrole et contrôle la majeure partie des 2,5 à 3 millions de barils de capacités excédentaires du marché. La recrudescence récente des tensions avec l'Iran a accru le risque d'une perturbation des approvisionnements pétroliers. Si des guerres par procuration entre l'Iran et l'Arabie saoudite perturbent les exportations d'énergie, et si ces événements coïncident avec de nouvelles sanctions visant les exportations énergétiques iraniennes, le prix du



iStock

pétrole pourrait atteindre 80 USD/baril et s'y maintenir pendant trois à six mois.

Impact sur le marché

Si une escalade militaire se précise, nous pensons que les classes d'actifs à risque perdront du terrain, notamment dans la région du conflit (APAC ou Moyen-Orient/Afrique du Nord). Cela devrait favoriser les valeurs refuges traditionnelles, notamment les bons du Trésor américain et certaines monnaies comme l'USD et le CHF. Le yen japonais pourrait également s'apprécier, comme il l'a fait parfois l'an dernier, en cas d'escalade des tensions sur la péninsule coréenne.

Leçons de l'histoire

La Crise des missiles de Cuba offre peut-être la meilleure comparaison avec la situation en Corée du Nord. Elle montre que les marchés actions devraient rester sereins jusqu'à ce qu'un conflit se matérialise concrètement. A l'époque, le Dow Jones n'avait cédé que 2% pendant la crise, alors même que le monde semblait plus proche d'une troisième Guerre mondiale qu'à aucun autre moment de l'histoire.

Les marchés internationaux des actions ont reculé d'environ 15% lors des précédents chocs majeurs de l'offre pétrolière, tels que la révolution iranienne en 1979 ou l'invasion du Koweït par l'Irak en 1990, mais ils se sont redressés en six mois.

Principaux signes avant-coureurs

Il ne sera pas facile d'apprécier l'évolution des risques de conflit, la plupart des scénarios impliquant une escalade relativement soudaine. Nous allons suivre les foyers suivants:

- **Corée du Nord:** nous serons attentifs aux signes de développement de la technologie du pays. Le risque et les conséquences d'accidents ou d'erreurs d'appréciation vont augmenter en parallèle à la mise au point d'un missile balistique intercontinental nord-coréen capable de transporter une arme nucléaire. Des signes de préparation militaire aux États-Unis, en Corée du Nord, en Corée du Sud ou au Japon pourraient également être source de préoccupations.
- **Moyen-Orient:** les marchés n'apprécieraient guère un conflit par procuration au Liban, opposant l'Arabie saoudite à l'Iran,

qui s'ajouterait au conflit au Yémen, aux tensions en Irak, et à la querelle entre le Qatar et le bloc dirigé par l'Arabie saoudite. Citons également des sanctions américaines éventuelles contre le Hezbollah. Le scénario le plus défavorable serait celui d'une confrontation directe entre l'Arabie saoudite et l'Iran.

Idées de placement

Les investisseurs qui souhaitent protéger leurs portefeuilles de manière plus volontariste face au risque géopolitique seront intéressés par plusieurs idées de placement susceptibles de bien se comporter dans notre scénario de référence comme dans notre scénario de risque extrême:

- **Surpondération de l'or et de l'argent face aux métaux industriels.** Le potentiel d'appréciation des métaux de base nous semble limité dans notre scénario de référence, alors que le faible niveau des taux réels devrait soutenir les métaux précieux tels que l'or et l'argent. Par ailleurs, toute recrudescence des tensions géopolitiques devrait doper le prix de l'or et de l'argent, toujours perçus comme des actifs refuges par les acteurs du marché.
- **Surpondération des actions chinoises face aux actions taïwanaises:** les actions taïwanaises sous-performent généralement pendant les périodes de risque élevé au

niveau mondial. Cela devrait à nouveau être le cas dans un scénario de recrudescence des tensions en Corée du Nord, le marché taïwanais dépendant largement du commerce international. Même dans notre scénario de référence, nous pensons que la Chine va surperformer Taïwan: l'économie chinoise est dynamique et la liquidité reste de bon aloi sur le marché intérieur, alors que Taïwan nous semble offrir des perspectives limitées à court terme.

- **Surpondération des actions du secteur de l'énergie:** les sociétés du secteur de l'énergie profiteraient d'une hausse durable des prix du pétrole. Et même dans notre scénario de référence, qui suppose une stabilité des prix, le rendement moyen du dividende qu'offrent les entreprises du secteur européen de l'énergie, à savoir 6%, est à la fois attrayant et sécurisé. Les flux de trésorerie disponibles ont augmenté dans la foulée des réductions de coûts entreprises après fin 2014, pendant la période de faibles prix du pétrole. Les entreprises énergétiques américaines ont néanmoins sous-performé, les investisseurs souhaitant avoir la certitude que le prix du pétrole peut se maintenir au-dessus de 50 USD par baril. Nous anticipons donc une période d'embellie des performances au fur et à mesure que la confiance augmente.

iStock

Conséquences pour les portefeuilles

- **Diversification régionale:** un conflit en Corée du Nord aurait des implications mondiales, mais avec des retombées sans doute particulièrement sérieuses pour les investisseurs fortement exposés à l'Asie. Une flambée des prix du pétrole aurait également des effets variables selon les marchés: elle favoriserait les pays exportateurs, mais nuirait aux pays importateurs. Nous encourageons les investisseurs qui souhaitent réduire leur exposition à ces risques à diversifier leurs portefeuilles au niveau mondial.
- **Diversification entre les classes d'actifs:** un plongeon des marchés actions est prévisible dans l'hypothèse d'un conflit ouvert, mais les obligations de haute qualité pourraient constituer un refuge et contribuer à protéger les portefeuilles bien diversifiés face au risque de pertes.
- **Maintenir les expositions aux marchés:** historiquement, les tensions géopolitiques, les flambées des prix du pétrole et même les conflits militaires n'ont eu que des effets de courte durée sur les marchés internationaux des actions. De manière générale, il s'est révélé plus rentable pour les investisseurs de rester investis pendant les périodes d'incertitude que d'essayer de se positionner en fonction d'une perception du calendrier des événements.

Crise de l'endettement en Chine

Le taux de croissance de la Chine, la puissance de son appareil d'Etat, son faible endettement externe et un compte de capital fermé sont autant de facteurs qui contribuent à la mettre à l'abri, dans une certaine mesure, d'une crise de la dette. Dans notre scénario de référence, nous tablons sur une poursuite de son expansion à un niveau robuste, quoique plus lent. Reste que le niveau de la dette est en train de prendre l'ascenseur.

L'endettement total des secteurs non financiers de la Chine s'est envolé de 145% du PIB en 2007 à environ 257% en 2016; il a ainsi augmenté de quelques 20 points de pourcentage par an sur les trois dernières années. Le total des actifs bancaires chinois avoisine 310% du PIB, soit près de trois fois plus que la moyenne des marchés émergents. Le gouvernement chinois a reconnu que l'augmentation de l'endettement de l'économie n'était pas viable, en soulignant la nécessité d'améliorer la qualité de la croissance économique, en passant d'un modèle basé sur l'emprunt et l'investissement à un modèle alimenté largement par la consommation intérieure.

Le scénario de risque

Le risque de crédit est familièrement appelé «rhinocéros gris» en Chine, vu sa nature potentiellement incontrôlable. Pour citer le gouverneur sortant de la Banque populaire de Chine, Zhou Xiaochuan: «Si nous sommes trop euphoriques lorsque les choses se passent bien, des tensions s'accumulent, au risque d'entraîner une forte correction ou un moment Minsky [selon l'économiste Hyman Minsky: prise de conscience soudaine que la dette accumulée pour financer des investissements spéculatifs n'est pas viable]. C'est contre un tel incident que nous devons nous protéger.»

Nous voyons deux raisons pour lesquelles les marchés pourraient redouter une crise de la dette en Chine:

La première, et la plus probable des deux, selon nous, serait celle de l'émergence d'une ou plusieurs crises de faible ampleur au niveau régional ou sectoriel. Certains secteurs ont d'importants problèmes de surcapacités, et plusieurs grandes entreprises chinoises des secteurs de l'assurance, de l'immobilier et de l'aviation donnent les premiers signes de difficultés de crédit.

Si des poches de défaillance de crédit se forment, les craintes d'une contamination de l'économie dans son ensemble pourraient prendre le dessus si les investisseurs redoutent une défaillance des instruments utilisés dans la gestion de patrimoine. Si cela devait se produire, le gouvernement chinois disposerait probablement de ressources suffisantes pour éviter une contagion généralisée. Cela dit, la volatilité pourrait augmenter sur les marchés financiers internationaux jusqu'à ce que la situation soit maîtrisée.

Une deuxième raison possible serait celle d'une erreur d'appréciation du gouvernement, prenant la forme d'une libéralisation inopportune des mouvements de capitaux et déclenchant une nouvelle vague de sorties de capitaux vers

l'étranger. Comme en 2015, les marchés internationaux pourraient craindre que la Chine ne se trouve à court de réserves, ce qui l'obligerait à dévaluer fortement le yuan. Cela pourrait alors nuire aux entreprises qui fournissent des produits ou matières premières à l'économie chinoise. Là encore, nous pensons que le gouvernement devrait être capable de maîtriser ce risque par le biais d'une réglementation ciblée, comme il l'a fait précédemment. Cela dit, on ne saurait exclure une certaine inquiétude sur le marché.

Impact sur le marché

Les actions asiatiques seront probablement davantage pénalisées que les actions des autres régions du monde si la Chine connaît un événement de crédit. Un affaiblissement du secteur du crédit chinois pourrait s'étendre au reste de l'Asie et susciter des inquiétudes temporaires quant à la santé globale de l'économie asiatique, vu l'importance des liens commerciaux avec la Chine. Nous ne pensons pas qu'un événement de crédit chinois aurait des conséquences aussi sévères qu'un événement similaire aux États-Unis ou dans la zone euro. En effet, la dette extérieure de la Chine est relativement modeste (13% du PIB) et l'exposition des investisseurs étrangers est limitée dans l'ensemble.

Leçons de l'histoire

Les inquiétudes suscitées par la dette chinoise en août 2015 et janvier 2016 ont démontré que les tousotements du système financier chinois pouvaient avoir des répercussions mondiales, sachant que les actions d'Asie hors Japon ont sous-performé les marchés internationaux des actions à ces deux occasions. En août 2015, les marchés asiatiques des actions hors Japon ont chuté de 14,6% par rapport à leur pic, contre 10,4% pour les marchés

internationaux des actions. En janvier 2016, ces chiffres étaient de -12,9% pour l'Asie hors Japon, contre -10,6% pour les actions internationales.

Principaux signes avant-coureurs

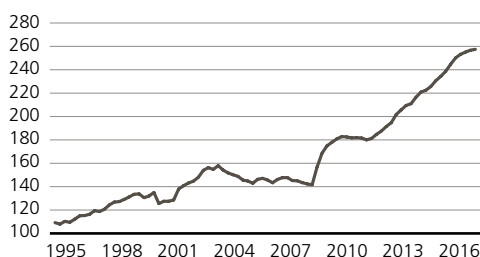
Pour évaluer le risque d'un évènement de crédit en Chine, nous surveillerons les éléments suivants:

- **La réglementation** relative aux financements parallèles, au crédit hors bilan et aux autres formes de crédit non conventionnelles. La création d'un «super-régulateur» est prévue, sa mise en œuvre signalerait un nouveau régime plus strict qui, bien que nécessaire, pourrait accroître le risque d'une erreur d'exécution, ou freiner la croissance.
- **Coût de l'endettement:** une augmentation du coût des prêts interbancaires serait le signe d'une crise de liquidité et d'un risque de défaut des contreparties. Parmi les autres taux à surveiller, signalons les taux des prises en pension et les taux de garantie, dont une poussée indiquerait une augmentation du coût de financement des établissements financiers non bancaires, avec des retombées

Figure 2.2

Rapide croissance de la dette chinoise ces dernières années

Crédit au secteur non financier, % du PIB



Source: Banque des Règlements Internationaux

sur le coût effectif des emprunts dans les autres secteurs de l'économie.

- **Le Congrès national du peuple** fixera les objectifs macroéconomiques du pays en mars, y compris le PIB, les investissements, et la croissance de la masse monétaire. Toute nette révision à la baisse de ces chiffres témoignerait d'un désir de rééquilibrage de l'économie au détriment de la croissance des investissements, en augmentant le risque d'une crise de crédit dans certains secteurs, qui pourraient avoir du mal à se refinancer.

Idées de placement

- **Position courte sur contrat à terme à douze mois en CNH, financée par une position longue sur contrat à terme à six mois:** cette stratégie limite les coûts de portage tant que l'USDCNY reste stable, et devrait donner de bons résultats en cas de résurgence des craintes d'une dévaluation. En cas de crise de la dette chinoise, les investisseurs commenceront à intégrer le risque de baisse du yuan chinois.

Conséquences pour les portefeuilles

- **Diversification régionale:** une crise de la dette en Chine devrait être ressentie de manière plus marquée en Asie que dans les autres régions. Les investisseurs qui cherchent à réduire leur exposition au risque chinois doivent donc s'assurer de la bonne diversification de leurs portefeuilles entre les différentes régions.
- **Maintenir les expositions aux marchés:** vu le faible endettement extérieur de la Chine, nous pensons que le pays devrait être capable de maîtriser la plupart des sursauts liés à la dette. L'impact à plus long terme serait donc probablement limité. Comme en 2015 et 2016, la volatilité pourrait augmenter temporairement, mais les marchés se redresseraient probablement, les investisseurs se rendant compte que la situation peut être maîtrisée par le biais d'une réglementation ciblée. Nous conseillons aux investisseurs de maintenir l'orientation à long terme de leurs portefeuilles, en profitant des périodes de volatilité des marchés pour rééquilibrer leur allocation d'actifs stratégique.

Points chauds régionaux

Les trois grands risques pour 2018, à savoir des tours de vis aux Etats-Unis, un choc géopolitique et une crise de la dette en Chine, ne représentent toutefois que quelques-unes des «inconnues connues» dont les investisseurs doivent se méfier. Mais il existe aussi des «inconnues inconnues» qui pourraient se manifester à tout moment. A nos yeux, la meilleure stratégie pour s'en garder réside dans la diversification.

Amérique du Nord

- **Hausse des taux d'intérêt:** une accélération de l'inflation pourrait forcer la Fed à resserrer ses taux plus rapidement que prévu, ce qui risque de nuire à la croissance économique.
- **Protectionnisme aux Etats-Unis:** le flou au sujet des négociations de l'ALENA, et sur la politique commerciale des Etats-Unis en général, risque de nourrir l'incertitude parmi ses partenaires commerciaux et les sociétés concernées.

Europe

- **Brexit – accord ou non:** le Royaume-Uni devra aboutir à un accord avec l'UE en octobre pour qu'il puisse être ratifié à temps en mars 2019, à l'échéance fixée.
- **Elections italiennes:** un vote indécis risque de déboucher sur un autre gouvernement technique ou de nouvelles élections, ce qui prolongera du coup les incertitudes aussi bien pour les entreprises que pour les ménages.
- **Séparatisme catalan:** les protestations en Catalogne au sujet de son indépendance ont déjà affecté la croissance économique locale; la situation pourrait se prolonger.

Asie

- **Conflit en Corée du Nord:** le développement d'armes nucléaires par la Corée du Nord a non seulement fait monter les tensions dans la région, mais aussi augmenté le risque d'un conflit militaire.
- **Crise de la dette en Chine:** l'accroissement rapide de l'endettement en Chine a bien été géré jusqu'à présent, mais une forte dette porte en elle le risque de voir émerger ponctuellement des turbulences.



Golden Gate Bridge à San Francisco. iStock

Amérique latine

- **Elections générales au Mexique:** si Lopez Obrador se hisse à la présidence, les actifs mexicains pourraient accuser une sous-performance.
- **Elections au Brésil:** une victoire populiste à l'élection présidentielle pourrait remettre en cause les progrès des réformes et détériorer la position budgétaire.
- **Instabilité au Venezuela:** le pays est en train de restructurer sa dette et des élections générales sont prévues, mais il n'est pas certain qu'elles aient effectivement lieu.

Europe de l'Est / Moyen-Orient et Afrique du Nord

- **Tension entre l'Arabie saoudite et l'Iran:** la remontée des tensions entre l'Arabie saoudite et l'Iran pourrait faire flamber le prix du pétrole si le circuit d'approvisionnement est interrompu dans la région.
- **Rapport du Trésor américain sur la Russie:** les sanctions demeurent un sujet essentiel en Russie. Si les Etats-Unis imposent de nouvelles sanctions, les actifs russes risquent d'en subir le contrecoup.
- **Afrique du Sud – Conférence de l'ANC:** le pays souffre déjà d'une croissance en berne et d'un déficit marqué, mais il est impossible de dire si un nouveau leader va améliorer ou aggraver les choses.

Surveillance du risque

Pour rester au fait des principaux risques tout au long de l'année, consultez le Global Risk Radar sur ubs.com/cio.

Bondi Beach, Australie. Raj Eiamworakul. Unsplash

Affronter les changements

Dans le contexte évolutif actuel, les investisseurs devront, selon nous, se montrer à la fois réactifs, pondérés et calmes: réactifs pour tirer parti des opportunités qu'offre l'évolution du contexte; pondérés pour gérer les risques associés aux changements inexorables sur le plan monétaire, politique, technologique, environnemental et social; et calmes pour rester centrés et clairvoyants face à la surabondance d'informations qui nous submerge.

Réactivité

Ces dernières années, les rendements des stratégies de placement actives ont été globalement décevants. La dynamique du marché tend cependant désormais à être plus favorable à ces stratégies. Nous pensons que 2018 sera une année payante pour les investisseurs qui sauront se montrer plus réactifs. Resserrement monétaire, incertitudes politiques et bouleversements technologiques sont autant d'éléments générateurs d'opportunités.

Les rendements des stratégies actives ont déçu

Les rendements de la sélection active de titres et de secteurs privilégiés, par rapport à ceux obtenus en investissant de manière passive sur les marchés en hausse, ont été limités ces dernières années. Entre 2013 et 2016, plus de 93% des gérants de fonds alignés sur le S&P 500 n'ont pas fait mieux que le marché. Sur fond de politiques monétaires accommodantes à l'échelle mondiale, les cours des actions ont évolué de concert, aussi bien à la hausse qu'à la baisse. De 2013 à 2016, la corrélation entre les actions du S&P 500 s'est établie en moyenne à 28%, contre une moyenne à long terme de 17%. Dans un tel environnement de performance indifférenciée des

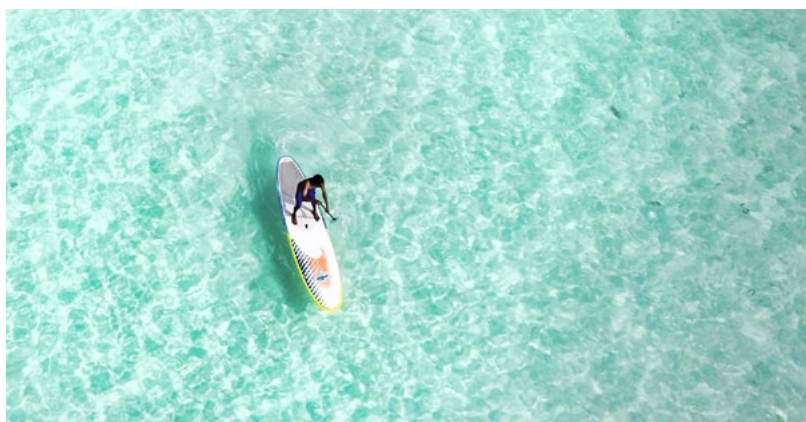
actions, la sélection des titres et des secteurs est largement inefficace.

Mais la dynamique du marché évolue

Cela étant, la dynamique du marché tend aujourd'hui à devenir favorable aux investisseurs cherchant à tirer parti d'opportunités spécifiques.

Le volume croissant de capitaux gérés de manière passive crée plus de distorsions par rapport aux fondamentaux, multipliant les opportunités offertes aux investisseurs et aux gérants de générer de l'alpha. La part des actifs en fonds de placement et en ETF (exchange-traded funds) qui sont gérés de manière passive est passée de 22% en 2007 à 46% en 2017 aux Etats-Unis, et de 11% à 35% sur la même période en Europe. Les ETF mondiaux représentent désormais 4300 milliards d'USD d'actifs investis, soit un marché supérieur de plus de 1000 milliards d'USD au secteur des hedge funds tout entier. Cette situation a généré une dispersion croissante des évaluations que les investisseurs et les gérants peuvent exploiter. La dispersion entre les titres les plus avantageux et les moins avantageux en termes d'évaluation, au 80^e centile de la fourchette depuis 1991, est importante.

Avec la baisse de l'impulsion monétaire, la situation particulière des entreprises et des secteurs influence aussi plus fortement les cours des actions, contribuant à différencier davantage la performance. La corrélation par paire



Claus Pescha. Unsplash

des actions du S&P500 est tombée à son plus bas niveau depuis dix ans (voir figure 3.1). Les investisseurs cherchant à exploiter les différences fondamentales entre les titres et les secteurs devraient bénéficier de ce phénomène. Entre 2000 et 2016, les stratégies long-short sur actions ont généré un alpha annuel moyen de 6,5% ou plus lorsque la corrélation était inférieure à la médiane.

Il semblerait que cela ait déjà un effet sur les rendements des stratégies plus actives. Au premier semestre 2017, 54% des gérants ont fait mieux que leurs indices de référence. Et à la mi-octobre, les fonds de placement en

actions américaines affichaient une progression de 16,7% pour l'année, contre 15,7% pour l'indice S&P 500.

Des opportunités pour les investisseurs réactifs

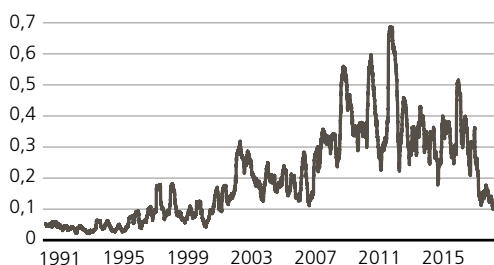
L'évolution de la dynamique du marché nous conforte dans l'idée que l'année à venir sera payante pour les investisseurs qui sauront se montrer plus réactifs et saisiront les opportunités de marché générées par les changements de cap en matière de politiques monétaires, l'évolution de la situation politique et les avancées technologiques.

Le secteur financier mondial en particulier devrait, selon nous, profiter de la hausse des taux d'intérêt. Les changements politiques présentent des opportunités aux Etats-Unis en lien avec la réforme fiscale et la déréglementation, surtout dans le secteur financier, l'énergie et la santé. Les investisseurs peuvent aussi chercher à tirer parti de la révolution technologique en investissant dans des entreprises qui exploitent les tendances à long terme dans le domaine des données numériques, de l'automatisation et de la robotique ainsi que de la mobilité intelligente. Par ailleurs, nous considérons toujours les hedge funds comme une composante importante des portefeuilles, ce d'autant plus dans un environnement où les gérants sont plus à même de générer de l'alpha.

Figure 3.1

Les corrélations les plus basses de la décennie devraient offrir des opportunités aux investisseurs réactifs

Corrélation par paire entre les titres du S&P 500



Source: Bloomberg

Pondération

Détenir un portefeuille bien équilibré est une stratégie de placement pérenne. Toutefois, dans le feu croisé du resserrement monétaire, de l'incertitude politique, de la révolution technologique et des changements environnementaux et sociaux, il sera d'autant plus important de conserver un portefeuille équilibré cette année

Diversification entre les classes d'actifs

Nos thèmes du resserrement monétaire, de l'incertitude politique, de la révolution technologique et des défis liés au développement durable s'inscrivent dans le contexte d'une économie mondiale en pleine expansion, toute sous-exposition ou surexposition à une classe d'actifs particulière pourrait faire peser un risque sur les investisseurs.

Une sous-exposition aux actions pourrait contribuer à réduire l'exposition aux événements politiques, mais aussi placer les investisseurs en mauvaise posture pour profiter de la croissance économique et des avancées technologiques, compromettant la capacité de leurs portefeuilles à suivre le rythme de l'inflation.

Une sous-exposition au revenu fixe peut bien préparer un portefeuille en vue d'un éventuel resserrement de la politique monétaire, mais il rendrait aussi les investisseurs vulnérables à des pertes importantes en cas de chocs politiques extrêmes, tels qu'un conflit entre les États-Unis et la Corée du Nord, un cas de figure dans lequel le revenu fixe contribuerait certainement à mettre les portefeuilles à l'abri d'une forte baisse.

Une sous-exposition aux produits alternatifs peut sembler opportune dans une période où obligations et actions évoluent de manière différenciée, mais elle exposerait les portefeuilles à un risque de volatilité nettement accrue si le resserrement monétaire conduit les deux classes d'actifs à évoluer de concert.

Selon nous, le meilleur moyen d'affronter les aléas du marché passe par une combinaison équilibrée d'actions, d'obligations et de produits alternatifs.

Données historiques

Lors de l'éclatement de la bulle technologique, les actions américaines ont accusé une perte de 46%, mais de seulement 12% dans un portefeuille diversifié.

En 2008–2009, les actions américaines ont perdu 51% avec un portefeuille diversifié en recul de 29%.

Diversification entre les régions

La diversification régionale contribuera à réduire l'exposition des investisseurs aux risques monétaires et politiques. Nous nous attendons à une nouvelle année où la politique fera les gros titres, les risques dans ce domaine étant plus marqués au Brésil, au Mexique, en Russie, en Arabie saoudite, en Afrique du Sud, en Espagne et au Royaume-Uni, sans compter les «inconnues inconnues» qui pourraient se produire n'importe où. Les investisseurs souhaitant réduire leur exposition à l'incertitude politique peuvent le faire relativement facilement en répartissant leurs placements à l'échelle mondiale. L'impact des événements politiques sur les marchés mondiaux est généralement limité ou temporaire.

La diversification régionale permet aussi de réduire les risques associés aux politiques monétaires. Les Etats-Unis, le Royaume-Uni, la zone euro, la Suisse et le Japon se situent tous à des stades différents dans le cycle de leurs politiques économiques et monétaires. Dès lors, l'inflation ou, le cas échéant, toute erreur de politique, devrait rester confinée à un régime monétaire particulier. Les investisseurs dont les actifs sont répartis dans divers régimes monétaires, non contents de couvrir le risque de change, réduisent également leur exposition aux éventuelles erreurs de politique et à la hausse de l'inflation.

Données historiques

Les investisseurs concentrés sur un seul marché ont probablement connu un parcours plus en dents de scie que les investisseurs à l'échelle mondiale.

Depuis que les actions mondiales sont tombées à des niveaux plancher après la crise financière de 2009, un seul marché boursier du G20 a affiché une volatilité inférieure à celle de l'indice mondial MSCI All Country World. Et si l'indice mondial n'a pas connu de repli égal ou supérieur à 20% depuis 2009, 15 pays membres du G20 ont enregistré une telle baisse durant cette période.

Diversification en termes de titres et de secteurs

La révolution technologique, les changements politiques et le resserrement de la politique monétaire sont autant de facteurs d'augmentation des risques spécifiques à des titres ou des secteurs particuliers. Si cette situation ouvre des possibilités aux gérants et aux investisseurs actifs en quête d'opportunités spécifiques, elle fait aussi planer le spectre indésirable de la sous-performance sur les investisseurs individuels. La diversification en termes de titres et de secteurs peut atténuer ces risques. L'année écoulée a illustré l'effet considérable que peuvent avoir ces tendances:

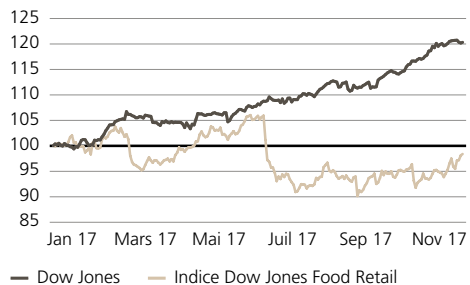
- **L'indice Dow Jones Food Retail & Wholesale** a perdu plus de 9% la semaine où Amazon a annoncé son intention d'acquérir Whole Foods, augurant d'un bouleversement technologique potentiel dans l'industrie alimentaire de détail. Il a ensuite sous-performé l'indice général de 10% supplémentaires au cours des quatre mois suivants (voir figure 3.2).
- **Les REIT (US Real Estate Investment Trusts)** américains exposés au secteur du commerce de détail ont sous-performé l'ensemble des REIT américains de près de 20% depuis le début de l'année, en partie en raison des craintes suscitées par l'impact du bouleversement technologique sur le commerce de détail.

Toute annonce non anticipée dans le domaine de la technologie, de la politique et des politiques monétaires peut entraîner une nette sous-performance des portefeuilles pour les investisseurs aux prises avec le mauvais secteur ou le mauvais titre au mauvais moment. La diversification dans un large éventail de titres et de secteurs contribue à protéger le patrimoine et à le faire fructifier sur le long terme.

Figure 3.2

Des événements perturbateurs peuvent affecter des secteurs entiers

Dow Jones Industrial Average contre Dow Jones Food Retail, rendement total, réindexé



Source: Bloomberg

Données historiques

Les titres individuels, même s'ils émanent de sociétés en apparence sûres et stables, sont fondamentalement plus risqués que les positions diversifiées. Ces trois dernières années, aucun titre du S&P 500 n'a été moins volatil que l'indice lui-même (la volatilité du S&P a atteint 11,6%, celle des titres individuels étant comprise entre 12,6% et 80,8%), et même des titres perçus comme des valeurs refuges du marché suisse à l'image de Nestlé (15,6%), Roche (19%) et Novartis (20,8%) ont affiché une volatilité comparable, voire supérieure, à l'indice du marché émergent (16,7%) sur la même période.

Calme

L'agitation et la distraction sont des pièges qui guettent à tout moment les investisseurs. Conserver une vision à long terme est essentiel et peut contribuer à doper la performance, y compris à court terme.

De nombreux investisseurs sont en permanence submergés d'informations, la faute à notre monde de plus en plus connecté. L'année à venir ne sera en rien différente. Chacune de nos grandes tendances sera «parasitée». La fin de l'argent facile fera l'objet d'innombrables réunions des banques centrales et d'autant de déclarations à analyser. La révolution technologique promet de nouveaux lancements, de nouvelles fusions et l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché. Quant aux incertitudes politiques, elles donneront lieu à des comptes rendus de négociations et d'élections et susciteront une avalanche de tweets.

Plus d'informations devraient permettre aux investisseurs de prendre de meilleures décisions d'investissement, mais trop d'informations peut aussi avoir l'effet inverse et entraîner de mauvaises décisions.

L'être humain a une tendance naturelle à rechercher les informations qui confortent sa vision des choses et ses croyances (biais cognitif de confirmation). En ignorant involontairement des données importantes, les investisseurs fondent leurs décisions uniquement sur

les informations qui étayent leurs idées pré-conçues. De plus, l'effet de récence conduit les investisseurs à se fier exagérément au dernier rapport ou aux chiffres les plus récents dont ils ont connaissance et l'instinct grégaire les pousse à suivre aveuglément le mouvement. En d'autres termes, les investisseurs donnent parfois trop d'importance à une information avec laquelle ils sont déjà d'accord, aux derniers gros titres des médias ou à ce que font les autres, négligeant au passage l'analyse des fondamentaux.

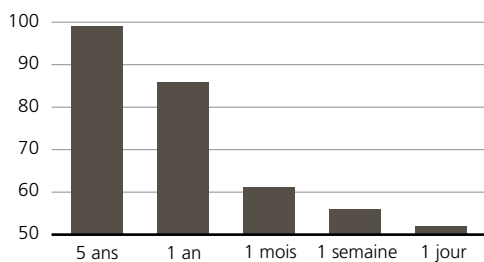
L'accès instantané aux données des marchés et des portefeuilles peut modifier les préférences en matière de risque d'un individu et conduire à confondre signaux et grésillements. Les investisseurs qui consultent leur portefeuille chaque jour ou chaque semaine sont exposés, plus souvent qu'à leur tour, à une surenchère d'informations. Par exemple, un fonds affichant un très bon ratio d'information (ratio de risque/rendement) de 1x a une probabilité de 86% de générer une performance positive sur l'année. En revanche, la probabilité de générer une performance positive pour un mois donné est de seulement 61%, celle de réaliser un résultat positif un jour donné tombant même à 52% (voir figure 3.3). Le caractère positif ou négatif des rendements à court terme est en grande partie aléatoire. Par contre, en consultant leur portefeuille, les investisseurs sont plus souvent confrontés à des pertes, ce qui peut les rendre moins tolérants au risque (et donc moins à même de dégager des ren-

Getty Images

Figure 3.3

La performance journalière ne fournit pratiquement aucune information utile

Probabilité d'un rendement positif pour un fonds présentant un ratio d'information de 1x sur un horizon temporel donné, en %



Source: UBS

dements sur le long terme). Ce phénomène est connu sous le nom d'«aversion myope à la perte».

En outre, l'avalanche d'informations et l'accès accru aux données peut renforcer la tentation de procéder à des opérations fréquentes. Or, il est prouvé que cette pratique nuit aux portefeuilles. Selon une étude de Barber et Odean (2000), les ménages moyens renouvellent chaque année plus de 75% de leurs portefeuilles d'actions et réalisent une performance annuelle inférieure de 1,5% par rapport à une stratégie d'achat à long terme. Notre

propre analyse des décisions d'achat et de vente prises par les investisseurs dans des fonds de placement fait état d'une sous-performance de 0,9% par an pour les investisseurs dans des fonds d'actions de base, par rapport à la performance du fonds lui-même, entre avril 2007 et mars 2016.

Garder son calme face à l'avalanche d'informations sera, selon nous, un critère essentiel pour investir avec succès au cours de l'année à venir. Toutefois, si la prise de conscience de la nécessité de garder son calme est un bon début, se comporter ainsi dans la pratique est autrement plus difficile. Pour ce faire, trois stratégies s'offrent aux investisseurs privés:

premièrement, faire appel à des sources d'informations qui remettent en cause vos conclusions, voire l'ensemble de votre cadre d'investissement, peut contribuer à éviter le biais de confirmation et l'effet de récence. Dans notre processus d'investissement, nous incorporons l'UBS Investor Forum afin de permettre à des gérants de fortune indépendants de remettre en question notre vision des choses.

Deuxièmement, vous astreindre à consulter votre portefeuille de manière régulière mais peu fréquente peut réduire votre exposition aux bruits parasites, qui pourraient être pris par erreur pour des signaux. Dès lors que votre portefeuille d'investissement est bien équilibré, le consulter trop souvent n'apporte pas grand chose.

Troisièmement, patience et discipline sont les maîtres-mots. Le début d'une nouvelle année est un bon moment pour réfléchir sérieusement à une stratégie de placement: quelle allocation stratégique adopter pour atteindre les objectifs que l'on s'est fixés, dans quelle mesure peut-on dévier du plan à long terme pour saisir les occasions qui se présentent, comment se comporter en cas de pertes et à quelle fréquence faut-il rééquilibrer les positions. S'en tenir au plan que l'on a soigneusement établi est l'une des clés du succès de l'investissement à long terme. Un mauvais choix d'allocation stratégique, la dérive du portefeuille et, surtout, le fait de ne pas rester investi figurent parmi les principales causes de destruction de richesse à long terme.

Actions

Positionnement début 2018

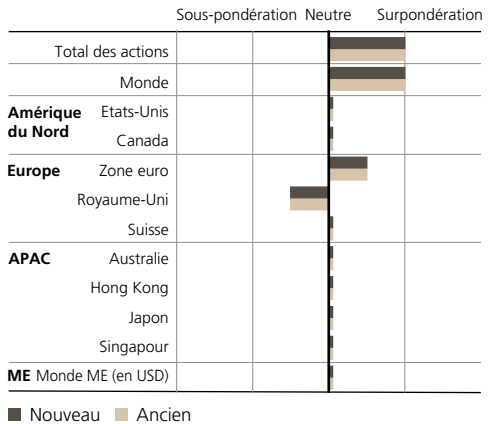
- **Surpondération des marchés internationaux des actions:** au tournant de l'année, nous surpondérons les marchés internationaux des actions. Une solide expansion devrait soutenir une croissance des bénéfices de 8–12%. Nous pensons aussi que les banques centrales ne resserreront leur politique monétaire que progressivement.
- **Privilégier les actions de la zone euro:** au niveau régional, nous privilégions les actions de la zone euro, que nous surpondérons par rapport aux actions britanniques. Les indicateurs économiques avancés de la zone euro ont atteint des sommets inédits depuis des années, et les entreprises de la région sont particulièrement bien positionnées pour tirer parti d'une embellie du cycle économique mondial.
- **Smart bêta et technologies en ligne de mire:** smart bêta (dans l'univers des actions américaines) et les technologies transformatrices font partie de nos thèmes préférés.

Sur le long terme

Bien qu'exposées à des risques de surprises à court terme côté croissance économique, politique monétaire ou géopolitique, les actions se sont imposées comme les instruments les plus efficaces pour faire prospérer les patrimoines sur le long terme. Les actions américaines ont ainsi généré des rendements annualisés de 9,6% sur les 90 dernières années. Les rendements devraient diminuer par rapport à ces dernières années (environ 6–8%), tout en restant supérieurs à ceux des autres classes d'actifs.

Graphique positionnement TAA

Préférences (6 mois)



Préférence avec couverture (hors effets de change)

Source: UBS, 16 novembre 2017

Thèmes pour 2018

- **Smart bêta aux Etats-Unis:** une exposition diversifiée aux facteurs smart bêta (momentum, qualité, petites capitalisations, pondération en fonction du risque, approche value et rendement) peut permettre d'enregistrer une surperformance à long terme. Aux Etats-Unis, un portefeuille équilibré de ces six facteurs a surperformé l'indice MSCI USA de 2,1% par an sur la base d'un contrôle a posteriori jusqu'en 2001.
- **Technologies transformatrices:** les entreprises qui jouent un rôle clé dans la mutation technologique sont capables, selon nous, de surperformer le marché au sens large. Nous privilégions les valeurs technologiques américaines, qui sont actuellement l'un de nos secteurs préférés, et les investissements à plus long terme dans l'automatisation et la robotique, les données numériques et la mobilité intelligente.

Obligations

Positionnement début 2018

- **Légère augmentation des rendements obligataires:** nous tablons sur une légère hausse des rendements obligataires à court et moyen terme, sur fond de durcissement des politiques monétaires. Les rendements à plus long terme sont proches de leur juste valeur.
- **Faibles perspectives des crédits à haut rendement.** Le faible niveau des spreads de crédit limite le potentiel d'appréciation des obligations américaines à haut rendement. En outre, nous sous-pondérons les titres à haut rendement en euro: leurs rendements se situent à un plancher historique de 3,0% seulement.
- **Bon potentiel de certains marchés émergents:** les évaluations se comparent avantageusement à celles d'autres régions. En outre, elles devraient bénéficier d'une accélération de la croissance économique.

Sur le long terme

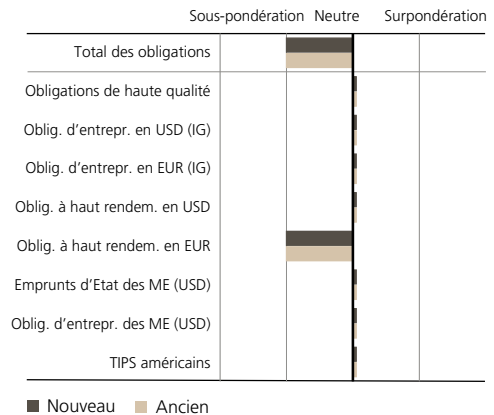
Les rendements à long terme ne devraient pas atteindre les normes historiques, vu l'extrême faiblesse de leurs niveaux actuels. Cela dit, une croissance économique modérée à long terme, le vieillissement démographique et les pressions réglementaires devraient apporter un soutien structurel. Nous anticipons des rendements de 0–5% sur le long terme (selon la monnaie et le risque de crédit), et pensons que les titres à revenu fixe doivent continuer à faire partie intégrante des portefeuilles bien diversifiés.

Thèmes pour 2018

- **Crédits sélectionnés des marchés émergents:** l'environnement mondial devrait encore soutenir le cycle conjoncturel et le cycle du crédit des marchés émergents (ME). Nous voyons certaines opportunités dans le crédit des ME. Un portefeuille géré activement d'emprunts d'Etat et d'obligations d'entreprise des ME pourrait générer un rendement d'environ 5% sur les douze prochains mois. Dans les portefeuilles obligataires, nous surpondérons le crédit émergent face aux obligations à haut rendement en euro.

Graphique positionnement TAA

Préférences (6 mois)



Source: UBS, 16 novembre 2017

Placements alternatifs

Positionnement début 2018

- **Une faible corrélation devrait favoriser la génération d'alpha:** les corrélations entre les actions du S&P 500 sont à leur plus faible niveau depuis dix ans. Nous pensons qu'elles y resteront tandis que l'argent facile tire à sa fin. Historiquement, un environnement de faibles corrélations entre actions stimule la génération d'alpha.
- **La dispersion des évaluations crée des opportunités pour jouer sur le retour à la moyenne (*mean-reversion*):** bien que la dispersion entre actions reste faible, une forte dispersion des évaluations créera un potentiel d'ajustement si les marchés commencent à mettre l'accent sur les évaluations relatives.
- **Bon positionnement dans une perspective de durcissement monétaire:** historiquement, les hedge funds ont surperformé les autres classes d'actifs pendant les périodes de durcissement monétaire.

Sur le long terme

Nous pensons que la plupart des investisseurs ont intérêt à affecter entre 14 et 18% de l'actif de leurs portefeuilles à des hedge funds. Les investisseurs qui tolèrent davantage l'illiquidité pourront affecter jusqu'à 40% à des marchés non traditionnels. Dans un portefeuille composé uniquement d'actions et d'obligations, l'ajout de hedge funds peut à la fois améliorer les rendements et réduire la volatilité. Sur le long terme, et compte tenu de la prime d'illiquidité, nous pensons également que les marchés privés dégageront des rendements supérieurs à ceux des marchés cotés. Une diversification entre les gestionnaires et les styles est essentielle pour stabiliser les rendements et réduire le risque représenté par un gestionnaire unique.

Conviction la plus forte

Nous recommandons toujours les stratégies qui suivent une approche d'investissement différenciée avec une directionnalité faible, ou qui recherchent des rendements non corrélés avec ceux des marchés traditionnels. Parallèlement, certaines stratégies événementielles nous semblent aussi receler de la valeur.

Monnaies

Positionnement début 2018

- **Les monnaies à bêta élevé vont surperformer les monnaies refuges:** l'environnement favorable à la croissance mondiale devrait doper les monnaies considérées comme présentant des risques (SEK, EUR et monnaies émergentes, par exemple) par rapport aux monnaies refuges (CHF, JPY et USD).
- **Augmentation prévisible de la volatilité:** les incertitudes quant à l'ampleur et au calendrier des décisions de resserrement monétaire des banques centrales devraient se traduire par une volatilité accrue des monnaies, ce qui rend les couvertures de change d'autant plus fondamentales.

Sur le long terme

Les investisseurs peuvent tirer parti des mouvements de change à court terme, c'est-à-dire sur trois à six mois. Toutefois, dans l'univers du G10, nous considérons que le différentiel de taux d'intérêt ne rémunère pas suffisamment le risque de change. L'exposition au risque de change ne permet pas non plus aux investisseurs en actions ou obligations d'obtenir des rendements complémentaires à long terme. Nous leur conseillons donc en général de recourir à des couvertures pour assurer une bonne cohérence entre les monnaies de leurs actifs, leurs engagements et leurs dépenses.

Convictions les plus fortes

Au tournant de l'année, nous détenons deux positions sur monnaies dans notre allocation d'actifs tactique:

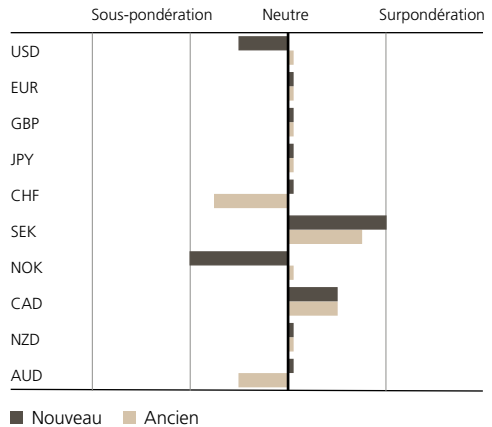
- **Surpondération de la SEK par rapport à la NOK:** la couronne suédoise est notre monnaie préférée pour les douze prochains mois. La forte croissance économique de la Suède et la poussée des prix devraient entraîner des relèvements de taux favorisant la SEK. Parallèlement, nous sommes d'avis que la faiblesse du marché immobilier de la Norvège et la baisse de l'inflation dans ce pays sont synonymes de maintien des taux aux niveaux actuels, ce qui devrait pénaliser la NOK.
- **Surpondération du CAD face à l'USD:** nous avons une opinion positive du dollar canadien. Vu le dynamisme de la croissance et de la hausse des salaires au Canada, nous pensons que la Banque du Canada relèvera ses taux à un rythme au minimum égal à celui des tours de vis de la Réserve fédérale américaine. Les écarts réels des swaps sont le signe d'une appréciation du CAD, que nous considérons par ailleurs comme sous-évalué face au dollar américain sur la base de la parité du pouvoir d'achat.

Analyse monnaie par monnaie

- **Dollar US:** nous tablons sur un léger repli du billet vert l'an prochain. Certes, les réformes fiscales constituent un soutien potentiel à court terme. Toutefois, à plus long terme, le double déficit de la balance courante et du budget risquent de nuire à la monnaie américaine.
- **Euro:** à partir de 2018, la monnaie unique devrait bénéficier de la solide croissance de la zone euro, d'une confiance accrue dans la capacité de la BCE à gérer les risques politiques, d'un accroissement des excédents courants, et du caractère modéré du relèvement des taux américains.
- **Franc suisse:** le franc devrait légèrement fléchir face à l'euro, l'accélération de la croissance mondiale réduisant l'attrait de la monnaie refuge helvétique.
- **Livre britannique:** la livre sterling évoluera peu face au dollar, selon nous, tout en perdant du terrain face à l'euro. La récente hausse des taux d'intérêt britanniques devrait soutenir la livre sterling à court terme, mais l'essoufflement de l'économie du Royaume-Uni et les incertitudes entourant le Brexit constituent des freins à plus long terme.
- **Yen japonais:** Fin 2018, la Banque du Japon pourrait être la seule banque centrale à maintenir un programme d'assouplissement quantitatif. Cela laisse présager une baisse de la monnaie nippone, L'ampleur de la baisse du yen dépendra du rythme des relèvements de taux aux Etats-Unis.

Graphique positionnement TAA

Préférences (6 mois)



Source: UBS 16 novembre 2017

Matières premières

Positionnement début 2018

- **Début d'année porteur:** le dynamisme de l'activité économique dans toutes les régions du monde devrait soutenir la demande et les prix des matières premières au premier semestre. Côté pétrole, l'augmentation de la demande est supérieure à la tendance à long terme; côté métaux industriels, la baisse des productions en Chine devrait soutenir les prix.
- **Une fin d'année moins favorable:** les hausses de prix du premier semestre devraient disparaître d'ici la fin de l'année. L'augmentation de la demande pétrolière devrait être plus que gommée par une augmentation de la production en Amérique et par l'OPEP au second semestre.

Sur le long terme

Nous n'avons aucune allocation aux matières premières dans notre allocation d'actifs stratégique. En effet, compte tenu de leur volatilité à long terme, les indices de matières premières ne rémunèrent pas les investisseurs de manière satisfaisante.

Conviction la plus forte

La croissance soutenue de la demande et les problèmes persistants au niveau de l'offre devraient favoriser une hausse des prix du cuivre et de l'aluminium en 2018. Les fermetures de sites de production d'aluminium en Chine risquent de resserrer nettement le marché. Parallèlement, les prix de l'or et de l'argent devraient profiter du repli du dollar et de la résurgence des pressions inflationnistes. Les

taux réels négatifs aux Etats-Unis favorisent une hausse des prix des métaux.

Matière première par matière première

- **Pétrole:** nous pensons que les prix du pétrole vont culminer en début d'année. Même si la croissance de la demande reste supérieure à la tendance à long terme, elle sera plus que neutralisée par une augmentation de la production en Amérique et par l'OPEP au second semestre. Le Brent devrait se négocier à 57 USD le baril dans douze mois.
- **Métaux industriels:** la baisse de la production chinoise et l'augmentation de la demande manufacturière devraient doper les prix des métaux industriels. Les effets seront inégaux, la contraction de l'offre affectant certains métaux plus que d'autres.
- **Or:** le resserrement monétaire et la croissance mondiale vont remettre en question le prix de l'or. Cela dit, des incertitudes géopolitiques, une hausse de l'inflation et un affaiblissement du dollar devraient soutenir la demande, en particulier au second semestre 2018. Nous tablons sur un prix de l'or de 1325 USD l'once dans douze mois.
- **Denrées agricoles:** les prix des denrées agricoles nous semblent avoir atteint le creux de la vague. Selon nos estimations, les ratios stocks/consommation sont à leur apogée, et les risques météorologiques nous semblent avoir augmenté en parallèle à la probabilité accrue d'un épisode La Niña.

Prévisions économiques

	Croissance du PIB (en %)				Inflation (en %)			
	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
Amérique								
Etats-Unis	1,5	2,2	2,2	2,3	2,1	1,9	2,0	2,3
Brésil	-3,6	0,5	3,1	2,7	6,3	3,1	3,7	4,2
Canada	1,5	3,6	2,5	2,3	1,5	1,3	2,1	2,2
Europe								
Zone euro	1,8	2,3	1,9	1,7	1,1	1,1	1,6	1,6
– Allemagne	1,9	2,2	1,9	1,6	1,7	1,1	2,0	1,7
– France	1,1	1,8	1,8	1,6	0,8	1,0	1,6	1,5
– Italie	1,1	1,5	1,3	1,0	0,5	0,8	1,4	1,2
– Espagne	3,3	3,1	2,3	1,9	1,4	0,9	1,4	1,5
Royaume-Uni	1,8	1,5	1,1	1,1	1,2	3,0	2,5	2,1
Russie	-0,2	1,9	1,7	1,8	5,4	3,0	4,2	4,0
Suisse	1,4	0,8	1,8	1,8	-0,4	0,5	0,6	0,9
Asie								
Chine	6,7	6,8	6,4	6,3	2,1	1,5	2,2	1,9
Japon	1,0	1,8	1,8	1,1	0,1	0,8	1,5	3,4
Inde	7,1	6,6	7,4	7,7	3,6	4,4	4,0	4,2
Corée du Sud	2,8	3,0	3,0	3,0	1,3	2,0	2,1	2,8
Economies développées	1,6	2,2	2,1	2,0	1,4	1,5	1,9	2,2
Marchés émergents	4,4	5,1	5,2	5,3	3,9	3,3	3,4	3,2
Monde	3,1	3,8	3,8	3,8	2,8	2,5	2,7	2,8

Source: UBS, 20 novembre 2017

Taux d'intérêt et obligations

	Taux de base			Rendement à 10 ans (en %)		
	Actuellement	Fin 2017	Fin 2018	Comptant	6 mois	12 mois
USD	1,00–1,25	1,25–1,50	1,75–2,00	2,36	2,50	2,50
EUR	-0,40	-0,40	-0,40	0,36	0,60	0,70
CHF	-0,75	-0,75	-0,50	-0,16	0,00	0,10
GBP	0,50	0,50	0,50	1,29	1,50	1,70
JPY	-0,05	-0,05	-0,05	0,03	0,15	0,20

Source: UBS, 20 novembre 2017

Matières premières

	Comptant	6 mois	12 mois
Brent (USD/baril)	62,0	57,0	57,0
WTI (USD/baril)	56,2	53,0	53,0
Or (USD/oz)	1'288	1'250	1'325
Argent (USD/oz)	17,0	17,5	18,5
Cuivre (USD/mt)	6'777	7'100	7'100

Source: UBS, 20 novembre 2017

Monnaies

Marchés développés

	Comptant	6 mois	12 mois	PPA
EURUSD	1,18	1,22	1,25	1,26
USDJPY	112	115	115	76
GBPUSD	1,32	1,36	1,36	1,59
USDCHF	0,99	0,97	0,95	0,96
EURCHF	1,17	1,18	1,19	1,21
EURGBP	0,89	0,90	0,92	0,80
AUDUSD	0,76	0,79	0,79	0,70
USDCAD	1,28	1,20	1,20	1,19
EURSEK	9,97	9,20	9,20	9,06
EURNOK	9,75	9,60	9,80	9,95

Source: UBS, 20 novembre 2017

Marchés émergents

	Comptant	6 mois	12 mois
USDCNY	6,64	6,55	6,50
USDIDR	13'529	13'500	13'500
USDINR	65,00	64,00	64,00
USDKRW	1'100	1'080	1'060
USDRUB	59,40	58,00	55,00
USDTRY	3,90	3,60	3,80
USDBRL	3,26	3,00	2,90
USDMXN	19,00	18,50	19,00

Source: UBS, 20 novembre 2017

Evénements clés

2017

Nov	— ■	30 novembre, réunion de l'OPEP
Déc.	— ■	8 décembre, plafond de la dette américaine
	— ■	13 décembre, réunion du FOMC
	— ■	14 décembre, réunion de la BCE
	— ■	14 décembre, délai du Congrès américain concernant l'accord nucléaire avec l'Iran

2018

Janv.	— ■	23–26 janvier, 48 ^e réunion annuelle du Forum économique mondial
	— ■	23 janvier, réunion de la BoJ
	— ■	25 janvier, réunion de la BCE
	— ■	31 janvier, réunion du FOMC
Fév.	— ■	8 février, réunion de la BoE
Mars	— ■	8 mars, réunion de la BCE
	— ■	9 mars, réunion de la BoJ
	— ■	13–15 mars, Forum économique mondial sur l'Amérique latine
	— ■	21 mars, réunion du FOMC
	— ■	22 mars, réunion de la BoE
	— ■	Fin mars, élections générales en Italie
Avr.	— ■	26 avril, réunion de la BCE
	— ■	27 avril, réunion de la BoJ
Mai	— ■	23 mai, réunion du FOMC
	— ■	10 mai, réunion de la BoE
Juil.	— ■	1 ^{er} juillet, élections générales au Mexique
Sept	— ■	13 septembre, réunion de la BCE (fin prévue de l'AQ)
Oct.	— ■	Octobre, délai pour un accord sur le Brexit
Nov	— ■	6 novembre, élections de mi-mandat aux Etats-Unis
Déc.		

Catégories de risque

- Politique des banques centrales
- Assèchement du crédit en Chine
- Politique des marchés émergents
- Politique européenne
- Géopolitique
- Recrudescence du protectionnisme
- Trumponomie
- Politique des Etats-Unis

Surveillance permanente

- **Politique des banques centrales**
 - Déclarations des membres clés des banques centrales
 - Données liées à l'inflation (p, ex, IPC, croissance des salaires, chômage)
- **Assèchement du crédit en Chine**
 - PMI et production industrielle
 - Investissements en immobilisations incorporelles et dans les infrastructures
 - Réserves de change
- **Politique européenne**
 - Pourparlers du Brexit
 - Indépendance de la Catalogne
 - Elections générales en Italie
 - Crise des réfugiés dans l'UE
- **Géopolitique**
 - Relations Etats-Unis/Chine (p, ex, politique d'une seule Chine, mer de Chine méridionale)
 - Géopolitique – autre que les relations Etats-Unis/Chine (p, ex, Moyen-Orient)
 - Cyberattaques
 - Sanctions (p, ex, Russie, Iran)
- **Recrudescence du protectionnisme**
 - Négociations relatives aux accords nouveaux et existants sur le libre-échange (p, ex, ALENA)
 - Nouvelles taxes sur les biens et services (p, ex, taxe de 45% sur les biens chinois)
 - Négociation UE/Royaume-Uni
- **Trumponomie**
 - Politique de D. Trump concernant:
 - 1) Réforme fiscale
 - 2) Assouplissement réglementaire
 - 3) Dépenses budgétaires
 - 4) Engagement mondial

Year Ahead 2018 – UBS House View

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

Rédacteur en chef

Kiran Ganesh

Rédacteur

Tom Gundy
Russell Comer

Conception/éditique

CIO Content Design

Imprimerie

Neidhart + Schön AG

Clôture de la rédaction

21 novembre 2017

Langues

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

Votre interlocuteur

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

Commande ou abonnement

Les clients d'UBS peuvent souscrire à la version imprimée de Year Ahead 2018 – UBS House View auprès de leur conseiller à la clientèle ou par le biais de 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.

No SAP 82251F-1701