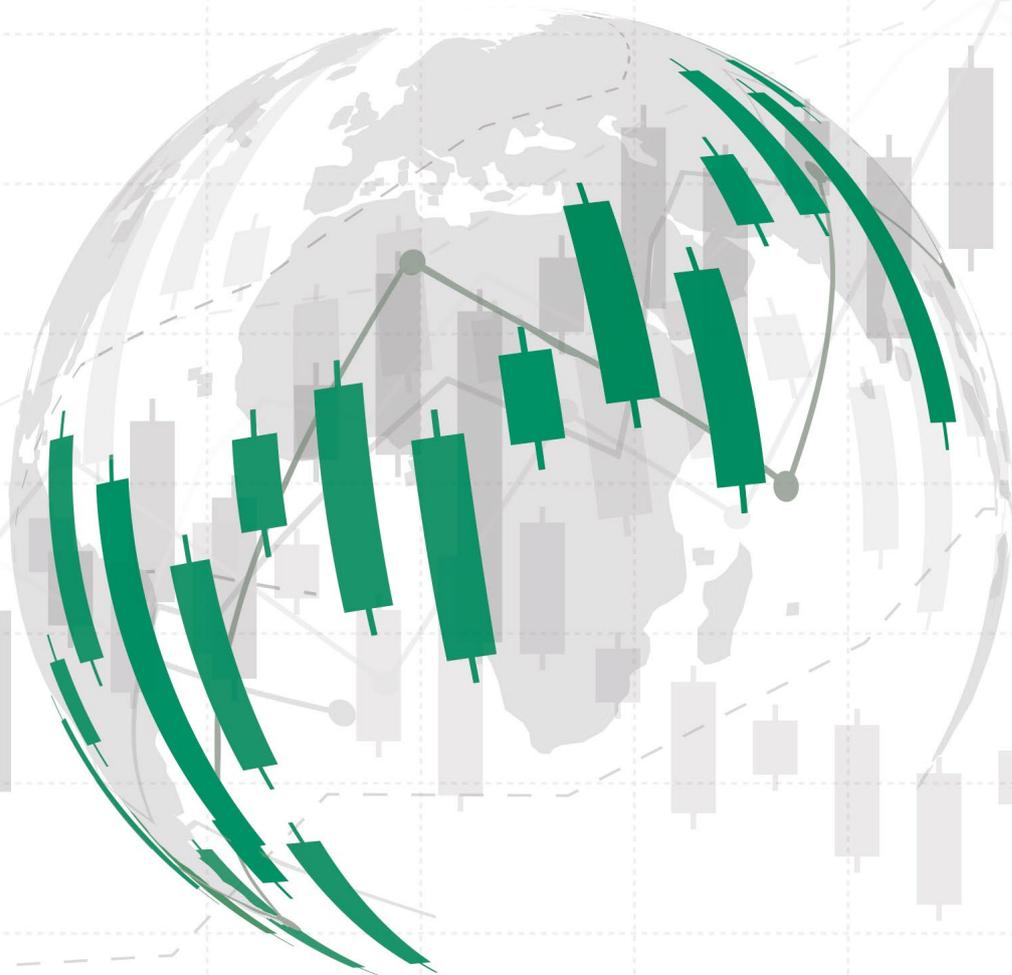


Perspectives d'investissement 2018

OPPORTUNITÉS ET RISQUES DANS UN CYCLE ÉCONOMIQUE EN PHASE AVANCÉE



UNION BANCAIRE PRIVÉE

DES PERFORMANCES PLUS MODESTES MAIS TOUJOURS ATTRACTIVES EN 2018



MICHAËL LOK
CIO Groupe et
Co-CEO Asset
Management

Début 2017, les investisseurs craignaient que les forces ayant conduit à la victoire de Donald Trump ne gagnent l'Europe et soient le signe d'une montée continue du populisme au sein des pays occidentaux. A l'UBP, en revanche, nous avons plutôt choisi de nous concentrer sur la reprise soutenue de l'économie et des bénéfiques à travers le monde, ce thème ayant constitué le moteur clé de nos décisions d'allocation d'actifs tout au long de l'année.

Grâce à cette approche, nous avons ainsi pu profiter d'opportunités attrayantes, et notamment renforcer notre exposition aux actions européennes au moment des élections en France, dans un contexte particulièrement mouvementé. Nous avons également étoffé notre allocation aux marchés émergents et au Japon, en dépit des menaces brandies par la nouvelle administration américaine, avec notamment la perspective d'une guerre commerciale et d'un conflit armé en Asie.

Les obligations gouvernementales, bien que soumises à de fortes fluctuations durant toute l'année, ont vu leurs rendements quasiment inchangés sur la fin 2017, les craintes initiales d'un ralentissement de l'activité américaine ayant été éclipsées par la vigueur de l'économie dans toutes les grandes régions du monde. Dans ces conditions, les spreads de crédit ont baissé, pour toucher leurs plus bas depuis plusieurs décennies, venant ainsi conforter notre exposition au crédit des entreprises – notre segment obligataire préféré, tout au long de l'année.

A l'aube de 2018, nous restons optimistes vis-à-vis de l'économie mondiale, étant donné le peu de signes de récession à l'horizon. Cependant, les investisseurs devront tenir compte de la transition politique à l'œuvre du côté des banques centrales, qui entendent désormais intensifier leur resserrement. La Réserve fédérale américaine a ainsi décidé de passer à la vitesse supérieure dans le processus de normalisation de ses politiques post-crise 2008, en réduisant son bilan et en continuant à relever ses taux d'intérêt. La BCE, quant à elle, a annoncé son intention de ralentir son programme de rachats obligataires, vu la vigueur de l'économie en zone euro,

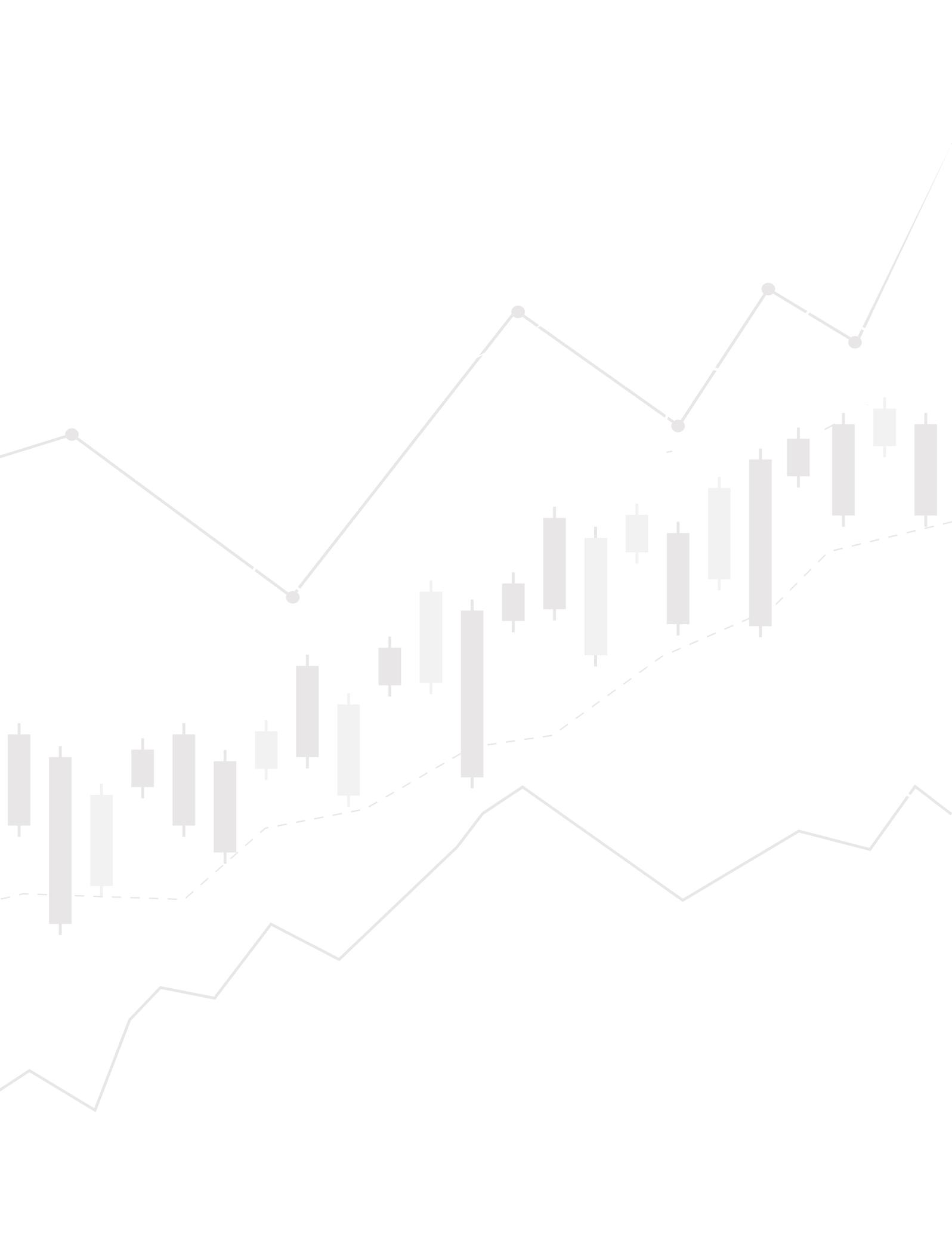
désormais à son plus fort depuis l'éclatement de la crise au sein de la région en 2011-2012.

Dans un contexte marqué par des attentes d'inflation et des taux d'intérêt réels de long terme proches de leurs plus bas historiques, à l'instar d'ailleurs des spreads de crédit, nous avons commencé à diminuer notre exposition au crédit dans les portefeuilles sur les derniers mois de 2017, le profil de risque/rendement pour 2018 justifiant une certaine prudence des investisseurs à l'égard des placements en obligations.

Quant aux actions, qui ont connu un fort rally en 2017, elles devraient enregistrer des performances plus modestes en 2018, et avec une volatilité plus élevée. A l'heure où la reprise au sein des différentes économies en zone euro et dans les grands pays émergents entre dans une phase de milieu de cycle, contrairement à l'économie américaine, qui s'approche de la fin de son cycle, les investisseurs devraient selon nous bénéficier d'une stratégie centrée sur les actions non américaines en 2018.

La gestion des risques restera un élément central dans la stratégie de l'UBP pour l'année à venir. La récession semble constituer en général la principale menace pour les portefeuilles, avec pour conséquence de possibles pertes sur les actions et le crédit. Toutefois, la nécessité d'avoir recours à des réformes économiques pour soutenir la croissance, ainsi que le slogan «America First» régulièrement scandé par Donald Trump apparaissent comme une source de nouveaux risques pour 2018. Ainsi, afin d'aider les investisseurs à mieux appréhender ces risques, et de réaffirmer notre engagement auprès de nos clients à cet égard, nous avons développé une cartographie des risques, l'objectif étant d'intégrer à notre cadre actuel de gestion des risques économiques les diverses menaces liées aux réformes politiques et à la situation géopolitique.

Nous traiterons de ces différentes thématiques dans les pages qui suivent, et comme toujours, nous nous réjouissons de pouvoir vous accompagner et vous aider à développer un portefeuille d'investissement qui réponde précisément à vos besoins.



SOMMAIRE

Des performances plus modestes mais toujours attractives en 2018	3
Croissance mondiale: l'année 2018 devrait être encore un très bon cru	6
Un changement de régime monétaire en perspective	9
Focus sur les politiques et les réformes domestiques dans un cycle économique en phase avancée	12
Se préparer à une normalisation des taux d'intérêt	14
Focus sur la croissance des bénéficiaires des actions américaines	16
Europe: la reprise cyclique confrontée à des défis structurels	18
Japon – les réformes et la restructuration portent leurs fruits	20
Les réformes domestiques soutiennent la reprise cyclique dans les marchés émergents	22
Matières premières – une entrée dans un cycle long	24
Identifier et gérer les risques dans un monde multipolaire	25

CROISSANCE MONDIALE: L'ANNÉE 2018 DEVRAIT ÊTRE ENCORE UN TRÈS BON CRU

La croissance mondiale devrait, selon nos estimations, atteindre 3,5% en 2018, après un chiffre de 3,6% en 2017, soit le rythme le plus soutenu depuis dix ans. Cette bonne santé tient essentiellement au fait que la croissance est désormais plus autonome que par le passé, et qu'elle est aussi devenue plus synchronisée à l'échelle globale.

Une croissance désormais plus autonome

Au fil des trimestres, une croissance plus autonome s'est mise en place à travers le monde, grâce à la très bonne tenue

de la consommation dans les économies développées et à la reprise de l'investissement public et privé dans l'ensemble des pays.

La consommation connaît désormais une croissance régulière, tant en Chine qu'aux Etats-Unis, alors qu'en zone euro, elle devrait retrouver son rythme d'avant-crise. De plus, le consommateur américain a bénéficié avant les autres d'une baisse marquée du taux de chômage: la poursuite de cette tendance positive aux Etats-Unis et une accélération des créations d'emplois attendues en Europe devraient contribuer à l'amélioration des fondamentaux et de la confiance.

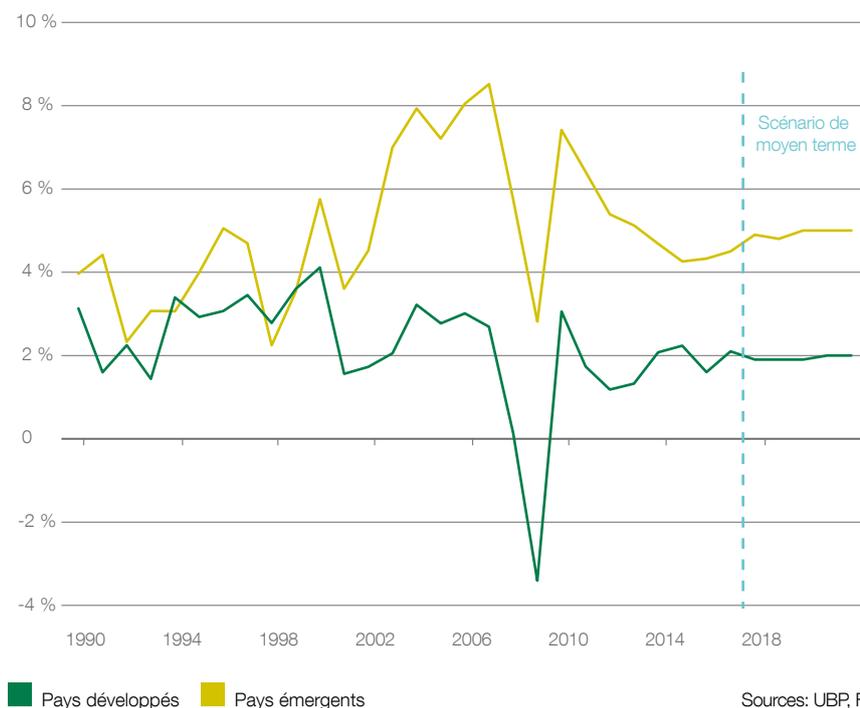
Par ailleurs, la progression des salaires devrait être plus soutenue en 2018. Le manque de main d'œuvre qualifiée est régulièrement mentionné aux Etats-Unis, et un phénomène similaire pourrait apparaître en Allemagne. Toutefois, une spirale salariale devrait être évitée en raison de l'évolution du marché de l'emploi. Les réformes passées outre-Rhin et au Japon, celles en cours dans les autres pays européens, et la flexibilité traditionnelle des emplois aux Etats-Unis ont réduit le rôle des négociations collectives. En outre, de nouvelles formes de travail sont en train d'émerger dans le domaine de l'économie collaborative qui pourraient contenir la croissance des salaires.

«La demande domestique devrait gagner en maturité et permettre au cycle d'être plus résistant.»

La confiance des consommateurs et les achats sont, de plus, soutenus par la stabilisation du patrimoine des ménages, à la faveur de la reprise des prix de l'immobilier. A l'inverse de 2007, l'endettement des ménages reste globalement mesuré et le coût du service de la dette modeste, ce qui dégage de la richesse pour soutenir la consommation.

L'investissement des entreprises devrait constituer le deuxième moteur d'une croissance plus autonome, et ses perspectives s'avèrent des plus prometteuses à en juger par les indices de confiance globalement élevés au sein de l'industrie, l'augmentation

CROISSANCE DU PIB MONDIAL



des taux d'utilisation des capacités dans plusieurs pays, un coût du capital encore faible, ainsi que les solides profits observés du côté des sociétés.

Le cycle de l'investissement devrait retrouver de la vigueur aux Etats-Unis et gagner en maturité en Europe continentale. Plus que l'extension des capacités de production, ce sont les investissements de productivité et de recherche & développement qui devraient dominer. Les mutations des habitudes de consommation et des chaînes de distribution et de production pourraient générer des investissements importants durant la prochaine décennie. Ainsi, le rebond des dépenses d'investissement ne serait pas seulement cyclique, mais il pourrait s'inscrire dans un cycle plus long et revitaliser la croissance potentielle.

Nous pensons donc que la croissance de la demande domestique devrait devenir plus mature et permettre au cycle d'être plus résistant face à d'éventuels chocs extérieurs, comme les attentats terroristes, les tensions géopolitiques, ou encore les catastrophes naturelles.

Une croissance synchronisée

En 2017, toutes les grandes régions ont renoué avec une activité plus soutenue, et cette synchronisation de la croissance entre les différents pays devrait, selon nous, se poursuivre en 2018.

Dans les pays émergents, la croissance a accéléré en 2016 et 2017 (à près de 5% en termes agrégés), grâce à la stabilisation

«La baisse de la fiscalité, les réformes structurelles, et les projets de long terme apparaissent comme les trois axes majeurs des politiques économiques.»

observée en Chine (autour de 6,5% en 2017) et à une dynamique encore forte en Inde, malgré le coût associé à la refonte des billets en circulation. En 2018, la tendance devrait rester positive et profiter du retour à la croissance affichée par la Russie et le Brésil. La sortie de récession a été très lente pour ces deux économies, mais elles se remettent désormais en marche et reprennent leur place dans la croissance mondiale.

Les risques géopolitiques attachés à la Corée du Nord, à la situation au Moyen-Orient ainsi qu'à la politique commerciale américaine pourraient modifier la trajectoire de croissance des pays émergents. Toutefois, une stabilisation de la croissance au sein de cet univers est importante car elle permet de renforcer la capacité de résistance à ces potentiels chocs.

Une croissance mondiale synchronisée ne signifie pas que tous les pays et régions évolueront au même rythme. Ainsi, la Chine et certaines économies asiatiques pourraient voir leur croissance se modérer en 2018 par rapport à 2017 – quoique légèrement (soit une baisse de l'ordre de 0,2 à 0,3 point d'une année à l'autre) –, et la tendance de fond devrait rester positive.

De la même façon, du côté des pays développés, les Etats-Unis sont plus avancés dans leur cycle en comparaison des autres économies. Nous attendons ainsi une modération de la progression du PIB américain autour de 2% (après les 2,3% enregistrés en 2017), ce qui témoigne de sa maturité mais n'est pas encore le signe d'une inversion de tendance. Les autres pays développés devraient atteindre une croissance plus forte, notamment le Japon (1,5%) et la zone euro (1,9%), avec en particulier un rebond des économies qui étaient jusque-là en retrait, comme la France et l'Italie. La restauration d'un cycle de croissance soutenu dans les pays développés s'est révélée difficile, en raison du retard pris avec la crise en zone euro, mais la tendance est enfin positive. Au total, la croissance des pays développés est, selon nous, capable de tenir un rythme de 2% en termes agrégés en 2018.

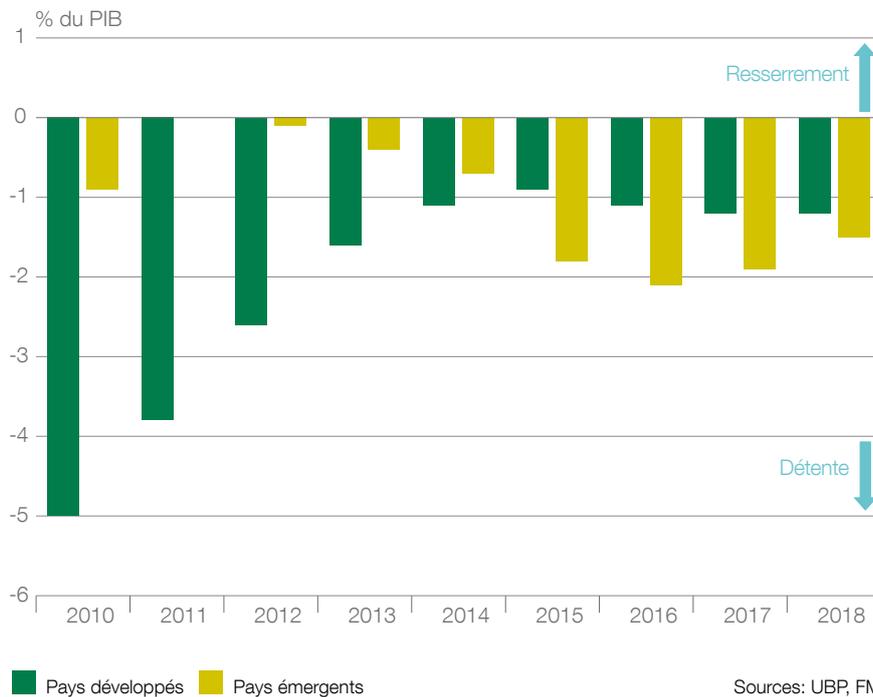
Les politiques économiques soutiennent le cycle via la fiscalité

En 2018, la surprise proviendra moins des chiffres de progression du PIB par pays que de la longévité du cycle économique. Avec une croissance autonome et synchronisée, l'objectif principal de la politique économique est alors d'entretenir le processus. Un rebalancement des rôles entre les politiques monétaire et budgétaire nous semble donc nécessaire et devrait se traduire par un retrait relatif des banques centrales, alors que la dépense publique, la fiscalité et les réformes structurelles ont un plus grand rôle à jouer pour soutenir la croissance sur une longue durée.

Trois axes majeurs se dessinent pour les politiques budgétaires en 2018: une baisse de la fiscalité américaine, une diminution de la fiscalité conjuguée à des réformes politiques et structurelles en zone euro et enfin, en Chine, le déploiement du plan de long terme que constitue la «nouvelle route de la soie». Ces trois projets nous paraissent les plus significatifs, mais cela ne veut pas dire pour autant que les autres pays ne feront rien. Par ailleurs, plus que les montants totaux consacrés à ces politiques, c'est plutôt le ciblage de ces dernières qui nous semble être le gage de leur efficacité et de leur impact sur la pérennité de la croissance.

En effet, depuis 2016, la politique budgétaire s'est progressivement assouplie et est devenue moins contraignante, surtout en Europe. Compte tenu d'un endettement public encore très élevé, il ne s'agit pas de mener une politique de déficit procyclique, mais plutôt de cibler des secteurs et des thèmes spécifiques. Ainsi, les mesures attendues aux Etats-Unis et en Europe ne devraient avoir qu'un impact modeste en termes de PIB (autour de 0,5 point de croissance supplémentaire par an) mais, selon notre analyse, leurs effets devraient être durables, sans toutefois perturber les équilibres budgétaires.

MARCHÉS DÉVELOPPÉS: UNE DÉTENTE DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES



Aux Etats-Unis, les baisses d'impôt ciblées pour les entreprises et les ménages (USD 8 milliards attendus) devraient être contrebalancées par des dépenses moindres dans la santé et la fin de déductions spécifiques. Cependant, de nouvelles dépenses sont aussi en projet (dans la défense et les infrastructures), et si le Congrès les adopte, la politique budgétaire sera plus expansionniste.

En Europe, des réductions d'impôt similaires sont attendues en Allemagne, ainsi qu'en France, où elles seront compensées par des réformes sur le front des retraites et du marché du travail, et enfin par de moindres dépenses de l'Etat. Au niveau des pays de la zone euro, mais aussi de la Commission européenne, des projets devraient être mis en place pour dynamiser la recherche et les nouvelles industries.

De plus, une réforme du fonctionnement des institutions européennes est attendue à la suite des propositions du nouveau président français, reprises par la Commission européenne et examinées aussi par la Chancelière allemande. La zone euro aurait alors une politique budgétaire plus entraînée (surtout si l'Allemagne décide de desserrer le carcan budgétaire), et elle serait ainsi moins dépendante de l'extérieur, avec une nouvelle clé de répartition des compétences entre les pays et les institutions.

Les entreprises des pays développés pourraient nettement profiter des ajustements de fiscalité, car il paraît probable que les taux d'imposition des bénéficiaires soient abaissés de façon significative en 2018 dans beaucoup de pays (à 20% environ, voire moins dans certains pays).

Au total, la croissance mondiale nous semble s'inscrire dans un cycle long et assez solide, entretenu par les politiques économiques et le rôle des nouvelles technologies. Même si les risques n'ont pas disparu, il faudrait des chocs majeurs pour faire dérailler de sa trajectoire la tendance telle qu'elle se dessine.

UN CHANGEMENT DE RÉGIME MONÉTAIRE EN PERSPECTIVE

En 2018, les politiques monétaires devraient prendre un virage stratégique en retirant progressivement le soutien à l'économie qui avait été mis en place dès 2008. La croissance est repartie mais les taux d'intérêt sont toujours à des niveaux bas, et les bilans des banques centrales ainsi que les montants de liquidités mises à la disposition des marchés et de l'économie ont été multipliés par quatre depuis 2007. La croissance mondiale désormais robuste implique une redéfinition du rôle des politiques monétaires.

Les politiques monétaires ont relancé la croissance et permis d'éviter la déflation

Les banques centrales ont eu une action positive depuis la crise financière, ce qui s'est traduit par une tendance de croissance solide. Bien que la déflation ait été évitée, leur mandat n'est pas encore rempli car l'inflation dans les pays développés reste en dessous des objectifs (2%). Les signaux sur l'activité montrent que l'inflation devrait remonter progressivement en 2018 pour se rapprocher de ce niveau cible, même si des éléments structurels (concurrence, internet et structure du marché du travail) pèseront sur la détermination des prix et des salaires.

Les banques centrales n'ont plus de raison d'avoir des politiques aussi agressives et procycliques, et une normalisation semble justifiée. La faible inflation retarde le calendrier des hausses de taux directeurs, mais la stratégie de moyen terme des banques centrales pointe vers une réduction des soutiens quantitatifs.

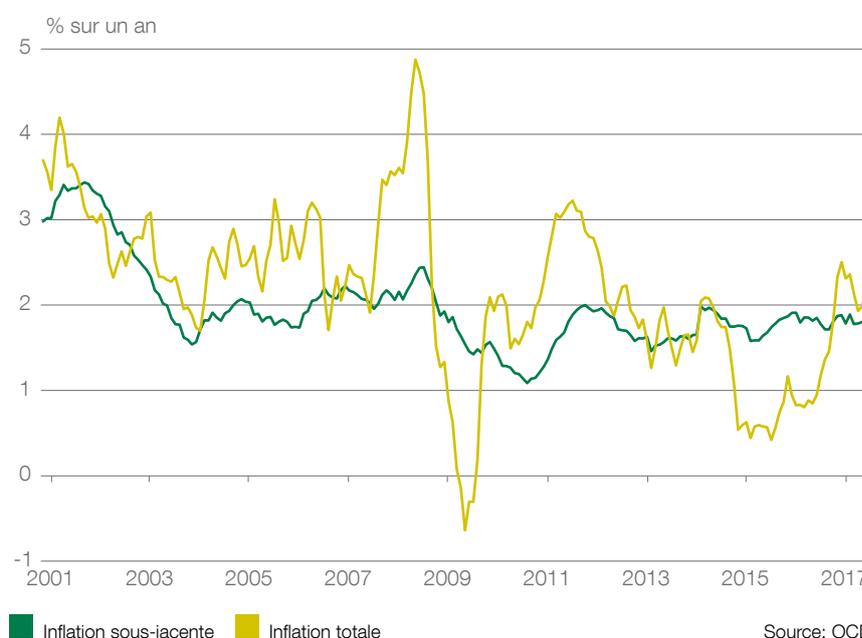
Le retour à une certaine neutralité monétaire

Les stratégies de sortie des banques centrales devraient se focaliser sur l'aspect quantitatif de leurs politiques, c'est-à-dire la taille du bilan et les achats d'actifs, ce qui aura un impact sur les liquidités disponibles.

La Fed, qui a déjà remonté ses taux, est en avance sur les autres banques centrales en termes de cycle de politique monétaire. Son bilan a ainsi été maintenu autour d'USD 4'500 milliards grâce aux réinvestissements de dividendes

«Les banques centrales retireront très probablement leur soutien.»

INFLATION AU SEIN DE L'OCDE



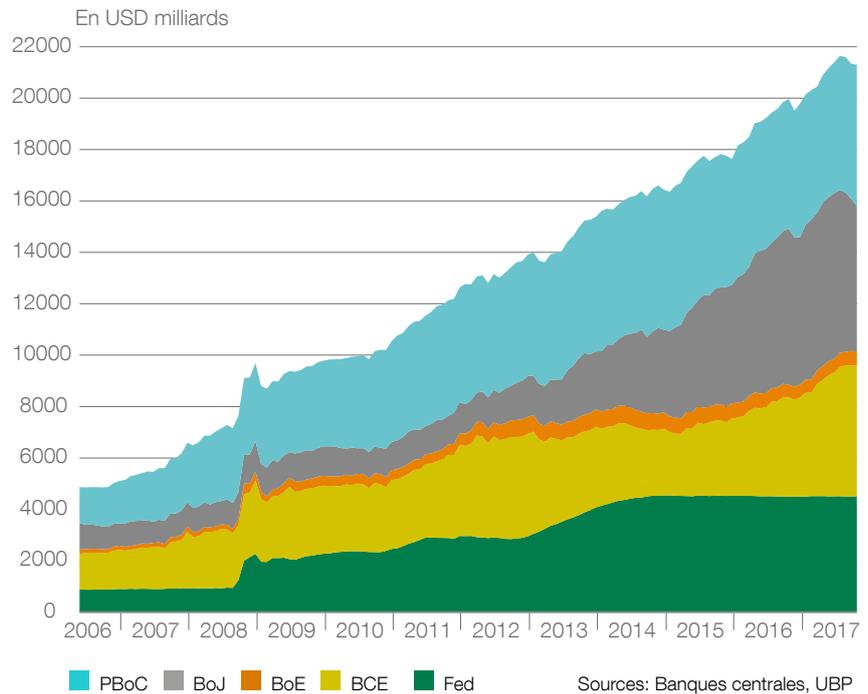
après l'arrêt des achats d'actifs, et il devrait se réduire en 2018, pour revenir vers les USD 2'500 milliards en 2021 avec la fin progressive des réinvestissements de coupons.

Du côté européen, la BCE devrait mettre un terme à ses achats d'obligations en 2018, et son bilan se stabilisera juste en dessous d'EUR 5'000 milliards, ce qui représente plus de 40% du PIB de la zone euro. A l'instar de la Fed, la BCE devra probablement maintenir son bilan et procéder à des réinvestissements de coupons, alimentant ainsi un flux graduel de liquidités sur les marchés. Un tournant plus contraignant apparaîtra le jour où ce réinvestissement prendra fin, mais cela ne semble pas d'actualité pour 2018.

La Banque du Japon (BoJ), quant à elle, est tenue par un objectif d'inflation de moyen terme de 2%, ainsi que par un objectif de taux d'intérêt à 10 ans maintenus proches de 0%. Cette politique génère donc des achats d'obligations, et aucun changement de stratégie n'est en vue pour 2018.

Dans les pays émergents, les politiques monétaires sont restées conventionnelles: une baisse des taux d'intérêt a accompagné le ralentissement de l'inflation en 2017, mais ils semblent avoir atteint un plancher. La banque centrale chinoise (PBoC) – du fait d'objectifs implicites sur le change et sur les taux mais aussi d'une régulation plus marquée du secteur bancaire – continuera à gérer activement les liquidités sur le marché interbancaire.

LA PÉRIODE D'EXPANSION DES BILANS DES BANQUES CENTRALES DEVRAIT SE TERMINER EN 2018



Au final, la période d'expansion des bilans des banques centrales devrait se terminer en 2018, et laisser place à une progression plus mesurée des liquidités, la BoJ en étant le principal pourvoyeur. Les bilans

agregés des banques centrales (en dollars courants) ont en effet progressé de 16% en 2017 et de 12% en 2016, soit deux fois plus vite que la croissance mondiale nominale (entre 6% et 6,5%). En 2018 et 2019, nous estimons que la progression des bilans ralentira de moitié par rapport à 2016 et 2017.





NOUVEAU RÉGIME MONÉTAIRE: QUEL IMPACT SUR LES CLASSES D'ACTIFS ?

La progression plus modeste des liquidités pourrait avoir un impact sur les grandes classes d'actifs (notamment les actions), ainsi que sur les taux longs, la courbe des taux, et l'offre de crédit.

Les effets de liquidités devraient être plus visibles sur les marchés obligataires. Du côté de la Fed, la fin des réinvestissements sur les obligations (USD 200 milliards ces dernières années) et la réduction du bilan au rythme d'USD 450 milliards en année pleine de 2019 à 2021 risquent de modifier l'équilibre entre l'offre et la demande sur les obligations gouvernementales et de réduire les liquidités disponibles pour les emprunts de type MBS (mortgage-backed securities), avec pour conséquence des tensions sur les rendements.

Des études passées ont révélé que les achats d'obligations gouvernementales par les banques centrales ont fait baisser les taux à 10 ans de l'ordre de 50 à 70 points de base aux Etats-Unis et en zone euro. Outre-Atlantique, la réduction du bilan de la Fed, conjuguée à une politique budgétaire plus expansionniste, pousserait les taux longs à la hausse et aurait un effet de repentification de la courbe américaine. En zone euro,

une stabilisation du bilan de la BCE devrait potentiellement entraîner des réinvestissements sur les obligations (entre EUR 150 milliards et EUR 200 milliards annuellement) après la fin des achats directs (EUR 700 milliards en 2017 et EUR 900 milliards en 2016). Des tensions sont cependant à craindre du côté des obligations qui ont bénéficié d'un effet de rareté, telles que les emprunts allemands. Leurs rendements ont en effet baissé malgré la bonne performance de l'économie outre-Rhin.

La politique de la BCE a entraîné une hausse des émissions d'emprunts d'entreprises et une détente des primes de risque, notamment pour les moins bien notés, conduisant ainsi à un rétrécissement des spreads et à un écrasement de la volatilité. L'arrêt des achats pourrait conduire à une remontée du coût du capital et de la volatilité sous l'effet d'un discernement accru de la part des investisseurs.

La hausse des marchés actions s'est opérée parallèlement à la progression des bilans des banques, mais une moindre croissance des liquidités ne devrait pas exercer de pression trop forte sur les indices. L'augmentation des valorisations ne sera vraisemblablement plus une source de performance pour les

actions, comme c'est généralement le cas aux stades intermédiaires d'un cycle d'expansion. Cependant, la croissance des bénéfices devrait devenir le moteur essentiel des marchés actions américains et européens en 2018 (cf. pages 16 et 18). Selon nous, c'est en cas de forte remontée des taux longs (due à une accélération du retrait des liquidités) ou de hausse surprise de l'inflation que les marchés actions pourraient être déstabilisés.

Les nouvelles stratégies de la Fed et de la BCE se traduiront par une baisse des liquidités excédentaires des banques aux Etats-Unis et par l'arrêt de leur progression en zone euro. L'offre de crédit pourrait être plus limitée et entraîner des contraintes de financement pour les petites entreprises, l'immobilier et certaines catégories de crédit à la consommation.

Les banques centrales continueront à privilégier la croissance mais elles devraient retirer progressivement leurs soutiens, et marquer ainsi la fin des liquidités pléthoriques. Les contraintes sur les actifs financiers pourraient être plus prononcées au sein des obligations et de certaines catégories d'emprunts d'entreprises.

FOCUS SUR LES POLITIQUES ET LES RÉFORMES DOMESTIQUES DANS UN CYCLE ÉCONOMIQUE EN PHASE AVANCÉE

L'année à venir s'annonce comme une période charnière tant pour les décideurs politiques que pour les investisseurs, à l'heure où les banques centrales retirent progressivement leur soutien et où la demande du secteur privé constitue un réel moteur de croissance pour les économies à travers le monde.

Or, et comme nous le montrons plus précisément dans notre section dédiée aux perspectives économiques (cf. page 6), le secteur privé paraît solide au sein des grandes régions, venant ainsi éloigner la menace d'une baisse prolongée et soutenue des actions et des autres actifs à risque pour 2018.

Même si, sur le plan des risques, le contexte est aujourd'hui très différent de celui des cycles précédents, l'année à venir devrait selon nous être assez similaire à la période 2016-2017. Ces deux années ont été marquées par une succession de «surprises» géopolitiques, mais les investisseurs qui ont su focaliser leur attention sur les tendances fondamentales en termes de croissance économique et de bénéfices ont réussi à enregistrer de fortes performances. Ainsi, bien que les investisseurs doivent désormais avoir sur leur radar beaucoup plus de risques que lors des cycles passés, ils ont tout intérêt à placer au cœur de leur approche d'investissement des perspectives optimistes pour 2018, tant du point de vue de l'économie que des bénéfices.

Tout comme en 2017, nous entamerons la nouvelle année avec une préférence pour les actions, malgré les valorisations élevées observées en particulier aux Etats-Unis. Ces dernières sont certes source de préoccupation pour le plus grand marché boursier au monde (cf. page 16) mais, historiquement, les baisses significatives des ratios cours/bénéfices – susceptibles de peser sur les performances – se sont le plus souvent produites durant les périodes

de récession outre-Atlantique. A l'inverse, lors des phases d'expansion économique, comme c'est le cas actuellement, ces ratios se sont généralement montrés stables (bien qu'élevés), permettant ainsi à la croissance des bénéfices de soutenir la performance des investisseurs. La progression des bénéfices à deux chiffres attendue aux Etats-Unis en 2018 laisse ainsi présager des performances toujours attractives, quoique plus modestes.

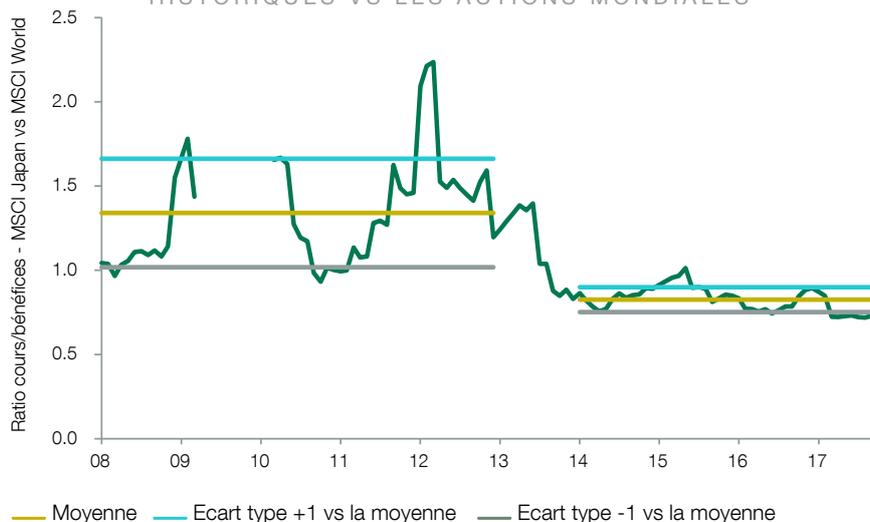
«L'attention des investisseurs devrait rester focalisée sur l'activité économique et les bénéfices.»

Les actions non américaines nous semblent, quant à elles, nettement plus prometteuses pour les investisseurs. C'est

le cas notamment des actions japonaises (cf. page 20), qui devraient en effet bénéficier du nouveau mandat confié au Premier ministre Shinzo Abe pour accélérer le processus de réforme domestique. Les politiques encourageant les femmes à travailler ont rencontré un franc succès, avec à la clé des revenus supplémentaires pour les ménages japonais. De plus, le pays est une destination de plus en plus prisée par un marché touristique chinois en plein essor, ce qui constitue un nouveau catalyseur pour la demande intérieure.

Ces développements – combinés à des valorisations proches de leurs plus bas historiques en comparaison des actions mondiales et, comme en 2017, à des prévisions plutôt prudentes en termes de croissance des bénéfices pour l'année à venir – sont de bon augure. Ils laissent en effet penser que la hausse des valorisations ainsi que l'accélération des anticipations bénéficiaires devraient continuer à jouer en faveur des investissements en actions

MALGRÉ SON RALLY DE 2017, LE JAPON SE TRAITE À DES VALORISATIONS PROCHES DE LEURS PLUS BAS HISTORIQUES VS LES ACTIONS MONDIALES



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

en 2018. Rappelons que le Japon s'est affiché comme le marché le plus performant sur 2017.

De la même façon, les pays émergents (cf. page 22) devraient bénéficier du fait qu'ils en sont aux premiers stades de leur reprise économique après les sévères corrections enregistrées entre 2012 et 2015. Ils devraient aussi profiter de la dynamique croissante des réformes domestiques engagées dans les grandes économies au sein de cet univers. Même si, en termes absolus, les valorisations ont augmenté sur le front des actions et du crédit, elles restent cycliquement faibles par rapport à celles affichées par les marchés développés, ce qui suggère que les investisseurs sont «bien récompensés» pour assumer les risques accrus généralement associés aux marchés émergents.

Du côté de l'Europe continentale, bien que la fin de 2017 ait été marquée par les incertitudes autour de l'Espagne avec la question de l'indépendance de la Catalogne, nous pensons que l'attention des investisseurs devrait rester orientée sur la force des économies de la zone euro. Les efforts de réformes en France progressent de façon encourageante. Cependant, au vu du regain de vigueur des mouvements populistes sur le continent européen, il est fort probable que le renforcement des fondations de l'Union européenne (UE) et de la zone euro prenne plus de temps que prévu. La croissance et les bénéfices devraient demeurer la principale préoccupation des investisseurs début 2018. Toutefois, lorsque l'actualité reviendra sur les élections en Italie, l'échéance de 2019 du Brexit et le processus de «tapering» de la BCE, ces questions politiques pourraient refaire surface au détriment des actifs risqués européens.

Si les investissements en actions restent attrayants, en particulier ceux en dehors des États-Unis, les opportunités sur le marché obligataire, elles, se font de plus en plus rares. Même dans l'hypothèse d'une confirmation des anticipations de croissance économique et d'inflation, les investisseurs centrés sur le crédit et les obligations gouvernementales devraient limiter leurs attentes de performances, et celles-ci pourraient avoir du mal à dépasser les rendements du coupon.

Les niveaux historiquement bas des prévisions inflationnistes et des rendements réels des

obligations gouvernementales (rendements après inflation) sont en contradiction avec le renforcement de la croissance et la faiblesse du taux de chômage observés à l'échelle mondiale. Comme en 2017, ce contexte poussera les investisseurs plutôt prudents à s'intéresser à d'autres segments que les obligations gouvernementales, traditionnellement peu risquées.

Cependant, contrairement à début 2017, lorsque les spreads de crédit étaient particulièrement importants (en réponse à des perspectives plus modestes sur l'activité mondiale), les faibles niveaux de spreads de crédit actuels témoignent d'une



réelle prise en compte de l'environnement économique. En effet, si l'on se penche sur les cycles précédents, l'histoire suggère que les perspectives de performances tant absolues que relatives pour les investisseurs en crédit ne sont pas attractives étant donné les niveaux actuels (cf. page 15).

Nous entrevoyons des poches d'opportunités du côté du crédit des marchés émergents et de certains segments obligataires spécialisés tels que les obligations catastrophes («cat bonds»), les titres adossés à des actifs (ABS) et les obligations indexées sur l'inflation (ILS). Ces segments, qui certes ne sont pas bon marché en termes absolus et en comparaison des autres segments onéreux des obligations gouvernementales et du crédit, sont source de diversification mais aussi de valeur relative pour les investisseurs. Compte tenu de la taille de ces segments

par rapport aux marchés plus larges du crédit, nous pensons qu'il sera nécessaire d'opter pour une gestion plus active des taux d'intérêt et des risques de crédit en 2018.

Bien que, selon notre scénario central, la croissance économique et les perspectives de bénéfices favorables restent les principaux déterminants de notre allocation d'actifs, les investisseurs doivent désormais, au vu du nouveau contexte géopolitique, établir un nouveau cadre de gestion des risques pour pouvoir répondre efficacement à la multiplication des menaces pesant sur les marchés. A cette fin, nous avons développé une cartographie des risques (cf. schéma page 25) répertoriant non seulement les risques économiques, mais également ceux entourant les efforts de réforme de l'UE et d'autres pays à travers le monde, ainsi que la nature changeante de la politique économique à la suite de l'élection de Donald Trump.

S'agissant des risques économiques en particulier, ils semblent s'éloigner, notamment sous l'effet des politiques conciliantes adoptées par la BCE et la Banque d'Angleterre (BoE) sur la fin de 2017. Les risques politiques et liés aux réformes ont, quant à eux, commencé à s'accroître de nouveau avec les premières inculpations relatives à l'ingérence supposée de la Russie dans la campagne présidentielle américaine de 2016, qui a vu la victoire de Donald Trump, tandis qu'en Europe, les avancées dans le processus de réforme de l'UE s'annoncent plutôt lentes compte tenu des résultats des dernières élections en Allemagne. Plus globalement, si de nombreux investisseurs se concentrent sur la perspective d'un conflit armé avec la Corée du Nord, le danger d'une guerre commerciale pourrait s'avérer être un risque bien plus préoccupant pour 2018.

Or, il se trouve que les actifs de refuge traditionnels face à de telles incertitudes – à savoir l'or, les obligations gouvernementales de long terme, le franc suisse et le yen japonais – sont eux-mêmes onéreux en termes absolus, ce qui représente un risque pour le capital des investisseurs. Même si nous continuons à utiliser ces valeurs refuges de manière tactique, nous pensons que l'environnement de faible volatilité offre l'opportunité de se protéger au moyen d'options et d'autres stratégies de type «long volatility».

SE PRÉPARER À UNE NORMALISATION DES TAUX D'INTÉRÊT

%

Les rendements américains, à l'instar des rendements allemands, ont connu une évolution latérale au sein d'un canal sur la quasi-totalité de l'année 2017, permettant au resserrement des spreads de crédit qui s'en est suivi de contribuer largement à soutenir les performances obligataires, comme anticipé dans nos Perspectives d'investissement 2017.

L'année 2017 s'est caractérisée par la fin des réductions de taux de la part des banques centrales, et 2018 devrait marquer la dernière étape du processus de transition entamé un an plus tôt. Il s'agit là d'un changement d'orientation majeur, les politiques monétaires très accommodantes laissant place à des politiques fiscales plus expansionnistes, ainsi qu'à de vastes programmes de réforme dans les grandes économies à travers le monde.

En 2017, cette transition a permis aux investisseurs de s'appuyer plus largement

sur les spreads de crédit, qui restaient encore relativement importants, pour dynamiser les performances obligataires. Cependant, en ce qui concerne 2018, il est essentiel de considérer à la fois les niveaux de taux longs et de spreads en début d'année. En effet, les taux d'intérêt historiquement bas, combinés aux niveaux de spreads extrêmes observés tant sur le segment «investment-grade» que sur le «high yield» sur les marchés USD et EUR, signifient que l'évolution de l'équilibre risque/rendement nécessite de plus en plus de se protéger contre le risque. Par conséquent, les investisseurs en obligations devraient davantage se focaliser sur la performance absolue et le risque en 2018.

La performance des obligations gouvernementales américaines depuis que la Fed a commencé son «tapering», en 2013, devrait être déterminante pour anticiper l'action de la BCE et les perspectives sur

les obligations gouvernementales de la zone euro. La BCE devrait, selon nous, tirer les enseignements des politiques menées aux Etats-Unis et veiller à ne pas répéter les erreurs commises par la Fed lorsqu'elle-même procédera à son «tapering», qui débute en 2018. Ainsi, la BCE cherchera probablement à éviter le rapide repricing observé durant le «Taper Tantrum» de 2013 aux Etats-Unis, lorsque les rendements réels ont connu un fort rebond, passant d'un territoire négatif à un plus haut de 150 points de base (pb), à la mi-2013. Ce mouvement de repricing a conduit à une appréciation malvenue de l'USD, ainsi qu'à un ralentissement de la croissance économique américaine tout au long de l'année 2015.

Bien que l'appréciation de 9% de l'euro (pondéré des échanges) au moment de son pic de 2017 se situe loin derrière la hausse de près de 25% enregistrée par le dollar (pondéré des échanges) après le «Taper Tantrum», les récentes communications de la BCE ont pris soin de souligner la volonté de la Banque centrale de procéder à un «tapering» très graduel. Nous estimons donc que, même s'il est possible d'assister à des pressions haussières sur les rendements obligataires longs en zone euro – au cas où la croissance et l'inflation continueraient de créer la surprise au sein de la région –, l'on ne devrait toutefois pas voir une répétition du «Taper Tantrum» américain, ce qui aurait pu causer de lourdes pertes «mark-to-market» pour les détenteurs d'obligations euro.

En ce qui concerne les rendements américains sans risque, la réduction du bilan de la Fed devrait, selon nous, donner une nouvelle impulsion à la tendance haussière sur les rendements réels, qui est en place depuis la mi-2016. Avec une croissance qui atteint les 3% sur le troisième trimestre malgré les dégâts causés par les différents ouragans et un taux de chômage proche de 4%, nous pensons que le profil risque/rendement sur le marché des obligations gouvernementales reste orienté pour 2018 vers des rendements en hausse plutôt





qu'en baisse. Les mesures de relance fiscale aux Etats-Unis ainsi que le creusement du déficit budgétaire américain pourraient donner lieu à une augmentation continue des rendements, dans le cas où les réductions d'impôt seraient votées en début d'année.

Les niveaux historiquement faibles des spreads de crédit sur les segments «investment-grade» et «high yield», tant pour les marchés USD qu'EUR, ont clairement contribué à renforcer la thèse en faveur d'une gestion de risque plus active pour les expositions de long terme sur le crédit. Bien que la croissance économique que nous anticipons pour 2018 soit susceptible de laisser les spreads à de bas niveaux, les niveaux de spreads en début d'année ainsi que la détérioration de la protection des covenants, surtout dans les segments du «high yield» et des prêts avec effet de levier, suggèrent que l'équilibre risque/rendement est plutôt orienté du côté du risque pour les investisseurs.

Ainsi, si l'on se réfère aux cycles précédents, lorsque les spreads étaient proches des niveaux actuels, la perspective d'une surperformance des investisseurs en obligations «investment-grade» par rapport aux investisseurs en obligations gouvernementales se réduit fortement (cf. tableau). De plus, avec des niveaux de spreads similaires à ceux actuellement observés, les investisseurs «high yield» ont historiquement enregistré des performances totales négatives sur l'année suivante (cf. tableau).

Etant donné que les pays émergents se situent au premier stade du cycle économique (cf. page 22), que les spreads ne sont pas encore à leurs plus bas et que les autres investissements obligataires sont onéreux, nous pensons que le crédit et la dette souveraine des marchés émergents offrent de meilleures opportunités de risque/rendement pour les investisseurs en obligations. Cependant, il convient de noter que la dette des marchés émergents a connu un allongement de la durée ces dernières années, ce qui s'est traduit pour les investisseurs par un risque de taux d'intérêt plus important par rapport aux cycles précédents sur cette classe d'actifs.

Par ailleurs, à la suite des terribles dégâts causés par les ouragans dans le Golfe du Mexique cet automne, les obligations catastrophes

(«cat bonds») se sont révélées être une opportunité attrayante pour les investisseurs, leur permettant notamment de diversifier leur exposition aux spreads, pour se détourner des faibles spreads de crédit des entreprises, mais aussi de la perspective de taux d'intérêt volatils sur les marchés en USD.

Nous reconnaissons que la dette des pays émergents et les «cat bonds» sont des marchés relativement petits en comparaison de ceux des obligations gouvernementales et du crédit «investment-grade». Toutefois, nous restons d'avis que les stratégies obligataires en valeur relative – que ce soit dans le domaine de l'investissement alternatif ou des

solutions «long-only» non directionnelles – prennent une importance croissante au sein des portefeuilles obligataires. Ces actifs sont attractifs moins pour leur capacité à délivrer de la performance que pour leur faculté de préservation du capital durant les périodes de forte volatilité sur les taux d'intérêt et les spreads de crédit.

Dans ces conditions, nos allocations obligataires sont de plus en plus centrées sur la gestion du risque dans un environnement où les rendements et les spreads ont déjà valorisé un équilibre croissance-inflation positif, non seulement au niveau de l'économie américaine mais aussi sur le plan mondial.

LE CRÉDIT «INVESTMENT-GRADE» (IG) EN USD SOUS-PERFORME LES OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES AMÉRICAINES LORSQUE LES SPREADS SONT FAIBLES

Spread IG (pb)	Sur/Sous-perf. vs bons du Trésor US	%	En cas de sous-perf.
	Moy. à 1 an	Surperf.	Perf.
50-99	-0,9%	48,3%	-2,6%
100-146	-0,4%	51,7%	-3,1%
147-180	1,5%	74,6%	-3,2%
180-600	4,7%	80,0%	-10,0%

LES PERSPECTIVES DE PERFORMANCE DU CRÉDIT «HIGH YIELD» (HY) EN USD SE DÉTÉRIORENT FORTEMENT LORSQUE LES SPREADS SONT PROCHES DES EXTRÊMES CYCLIQUES

Spread HY (pb)	Moy. à 1 an	% du temps	En cas de non-profitabilité
	Perf. à terme	Profitable	Perf.
246-349	-7,1%	22,7%	-10,8%
350-539	5,3%	79,2%	-3,8%
540-699	8,8%	87,0%	-8,6%
700-2'000	11,1%	88,7%	-8,4%

Sources: UBP, Bank of America Merrill Lynch

FOCUS SUR LA CROISSANCE DES BÉNÉFICES DES ACTIONS AMÉRICAINES

Malgré l'obstacle des valorisations élevées, les actions américaines ont généré, même en termes historiques, une solide performance de +17% en 2017 (à fin octobre). Ce résultat est lié à la croissance des bénéfices enregistrée par les sociétés américaines (+11%) et, à la surprise générale, aux ratios cours/bénéfices (P/E) relativement stables bien qu'historiquement élevés.

Dans le contexte des cycles économiques remontant à 1950, l'année 2017 est caractéristique de la performance des actions américaines au milieu d'un cycle d'expansion économique. L'histoire a montré que ce n'est que durant les périodes de récession que les ratios P/E se contractent fortement. En revanche, après la première année de reprise économique, les ratios restent relativement stables, la plupart des retours sur investissement venant de la croissance des bénéfices des entreprises (cf. tableau), et cela se poursuit jusqu'au début de la récession suivante.

Ainsi, vu le peu de signes de récession à l'horizon en 2018 aux Etats-Unis (cf. page 6), nous pouvons de la même manière nous tourner vers les performances passées des actions américaines en fin de cycle pour

obtenir des indications sur ce que l'année à venir réserve aux investisseurs, et ce malgré des valorisations élevées. Les bénéfices devraient continuer à augmenter en 2018, bien que plus modestement – dans une fourchette allant de 9% à 11%. Ceci laisse donc supposer que, sous l'effet de traction des bénéfices, l'indice S&P 500 devrait générer des performances de fin de cycle élevées, à un chiffre.

«Des performances positives restent envisageables en 2018, malgré des valorisations historiquement élevées.»

Bien que cela soit réconfortant pour les investisseurs, en particulier à la lumière des solides performances de 2017 et des valorisations élevées, la prudence reste de mise pour 2018, étant donné que la volatilité de marché est proche de son plus bas historique.

Au vu des statistiques remontant à 1986, alors que les investisseurs s'en sortent mieux lorsque la volatilité est faible que lorsqu'elle est élevée (quel que soit le point de départ), dès lors que la volatilité commence à augmenter à partir d'un niveau inférieur à la moyenne (comme aujourd'hui), la probabilité d'une perte sur l'année à venir passe de 4% à 25%.

En outre, la taille des pertes subies a traditionnellement tendance à être plus importante dans les environnements marqués par une volatilité croissante que dans ceux où elle est en baisse. Au cours des trente dernières années, lorsque, partant d'un faible niveau, la volatilité a commencé à augmenter, les investisseurs ont connu des pertes de 9% sur l'année qui a suivi, contre seulement 2% à 3% lorsque la volatilité était faible et en baisse.

Par conséquent, la phase de cycle avancée de l'expansion américaine qui s'annonce pour 2018 laisse à penser que des performances positives, tirées par une croissance des bénéfices attendue de 9% à 11%, restent réalisables pour les investisseurs américains. Cela dit, contrairement à 2017, où l'achat à long terme a été de mise car les actions américaines n'ont cessé d'augmenter tout au long de l'année, avec une volatilité commençant à augmenter comme elle le fait habituellement en fin d'expansion économique, les investisseurs devraient s'attendre à des corrections plus importantes en 2018, même si certains des risques non économiques pesant sur les marchés ne se concrétisent pas (cf. section sur les risques page 25).

La sélection des styles et des secteurs devrait également se révéler utile dans l'environnement que nous prévoyons. Les stratégies de type «value» (valeurs de rendement) aux Etats-Unis ont sous-performé celles de type «growth» (valeurs de croissance) de près de 17% en 2017, venant ainsi rappeler les 28% de sous-performance enregistrés au plus fort de la bulle technologique en mars 2000.

DES VALORISATIONS ÉLEVÉES PEUVENT PERDURER AU MILIEU D'UN CYCLE D'EXPANSION ÉCONOMIQUE

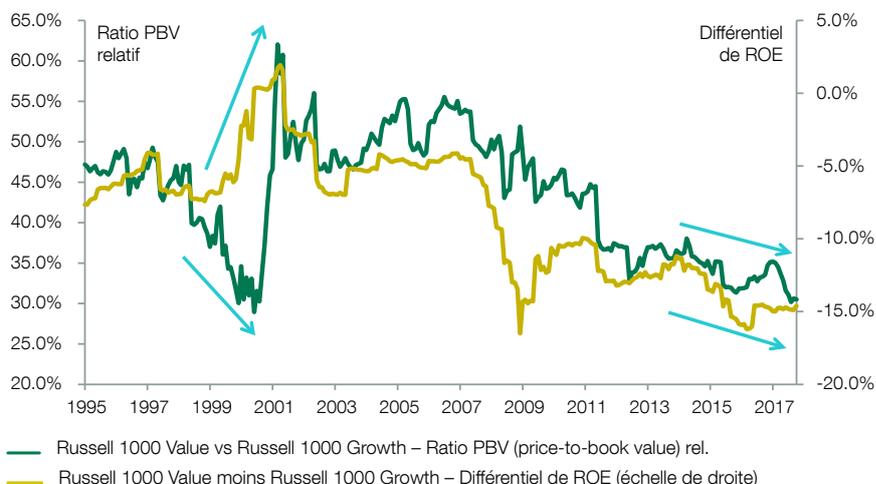
Moteur de performance du S&P 500

Position dans le cycle économique	Gains en capital	Expansion du P/E	Croissance des BPA
Récession	-13,1%	-10,4%	-1,7%
1 ^{er} année de reprise	17,9%	30,3%	-8,0%
Milieu de cycle	11,1%	0,2%	12,3%
Dernière année de reprise	8,1%	-1,2%	10,1%

Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

LA FAIBLE RENTABILITÉ DES ENTREPRISES A PESÉ SUR LA PERFORMANCE DES ACTIONS «VALUE»

En 2017, la surperformance des titres «growth» a certes été impressionnante, mais dans le contexte du débat sur les actions «growth» vs les actions «value», la surperformance des titres «growth» en 2017 bénéficie d'un soutien fondamental plus significatif que celui de la période du boom technologique de la fin des années 1990. Durant la majeure partie de l'année 2017, les investisseurs ont profité d'une décote de 20% à 30% pour l'achat de titres «value» plutôt que de titres «growth» (sur la base du ratio «price-to-book value» (PBV)), la décote moyenne historique étant de 26%. En revanche, au milieu de l'année 1999, les investisseurs qui ont acheté des titres «value» ont été récompensés par une décote de 50%, portée à 70% juste avant l'effondrement de la bulle Internet en 2000 (cf. graphique).



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Dans ce contexte, par rapport à 1999-2000, les investisseurs ne se voyaient pas offrir autant de «valeur» pour investir dans des stratégies «value» en 2017. Cela s'explique par la détérioration de la rentabilité des entreprises dans les stratégies «value»: depuis la crise financière mondiale de 2008-2009, les entreprises de type «value» ont vu leur ROE (rentabilité des capitaux propres) augmenter de 3% (passant de 8% à près de 11%), tandis que pour les entreprises de type «growth», la hausse a été deux fois plus forte (6%), le ROE passant de 19% à plus de 25% (cf. graphique).

Comparons cela à la période de la bulle technologique: en 1998-1999, les niveaux de rentabilité des entreprises «value» sont restés relativement stables, se situant entre 14% et 15%, tandis que ceux des entreprises «growth» ont reculé, passant de près de 22% à 20% sur la même période.

Ainsi, alors qu'en termes de performance, les parallèles établis entre les sociétés «growth» et les sociétés «value» en 2017 et pendant le boom technologique sont compréhensibles, les fondamentaux sous-jacents à ces périodes sont très différents. Neuf mois avant l'éclatement de la bulle technologique, les investisseurs qui ont acheté des titres «value» ont été récompensés par une décote des valorisations historiquement importante par rapport aux titres «growth», alors que cela n'est pas évident aujourd'hui. Fondamentalement, au cours des années qui ont précédé l'éclatement de la bulle Internet, les titres de croissance ont vu une forte détérioration de la rentabilité des entreprises, alors que celle des titres «value» est restée relativement stable.

A l'inverse, en 2017, ce sont les actions «value» qui ont connu une amélioration relativement faible de la rentabilité des entreprises par rapport aux actions de croissance.

Avec notre stratégie centrée sur la croissance des bénéfices en tant que moteur de performance primordiale pour les actions américaines en 2018, il demeure justifié de privilégier les titres de croissance, du moins jusqu'à ce qu'un écart de décote plus important apparaisse pour les titres «value», comme en 1999, ou jusqu'à ce que le profil de rentabilité des entreprises oscille plus fortement entre les opportunités «value» et «growth».





EUROPE: LA REPRISE CYCLIQUE CONFRONTÉE À DES DÉFIS STRUCTURELS

Malgré une croissance économique robuste et l'enthousiasme qui a suivi l'élection d'Emmanuel Macron en France, les actions européennes ont été à la traîne par rapport aux actions des marchés développés et mondiales en 2017, avec une progression relativement modeste de 13% à fin octobre. Le marché européen a souffert de la sous-performance des actions britanniques ainsi que d'un déclin généralisé des ratios cours/bénéfices (P/E) sur le continent, même si la solide croissance bénéficiaire des entreprises européennes a permis de limiter les dégâts.

Une telle performance est caractéristique d'une reprise en Europe. Lorsque les économies européennes atteignent le milieu de leur cycle de reprise, les ratios P/E subissent généralement un léger tassement à la faveur d'un rebond des bénéfices (cf. tableau). En effet, ce n'est qu'au cours de la première année de reprise que ces ratios augmentent fortement. Leur expansion est limitée durant la dernière année du cycle économique.

Après la phase de reprise qui a suivi la récession de 2011-2012, l'économie européenne nous semble aujourd'hui parvenue à «mi-cycle». Cela signifie que les investisseurs devraient se concentrer sur la croissance bénéficiaire

comme moteur de performance, car cette croissance est attendue à 10-12% en 2018.

«En 2018, les investisseurs en Europe devraient considérer la croissance des bénéfiques comme un moteur de performance primordial pour les actions.»

Compte tenu des prévisions actuelles plus modestes (9%), les investisseurs semblent toujours sous-estimer la dynamique positive de la croissance mondiale mais également – et c'est tout aussi important – européenne à l'approche de l'année 2018. A l'instar de la situation américaine en 2013-2014, la pression salariale est faible sur les entreprises européennes tandis que la hausse des taux d'utilisation des capacités semble indiquer que la croissance positive des chiffres d'affaires devrait impacter directement les bénéfices nets, en particulier pour les entreprises du continent. De plus, avec la prudence dont fait preuve la BCE pour réduire son soutien aux économies

de la zone euro, il semble peu probable qu'un euro fort vienne jouer les trouble-fêtes durant l'année à venir.

L'Europe connaît actuellement son rythme de croissance le plus rapide depuis 2011-2012, ce qui devrait apporter des avantages cycliques considérables aux entreprises du continent axées sur le marché domestique. Les petites et moyennes capitalisations européennes devraient en profiter le plus, même sans la perspective de catalyseurs liés à des réformes pour les entreprises de plus petite taille affichant une orientation locale.

Depuis la crise de la zone euro, cette catégorie d'entreprises a vu sa rentabilité augmenter, laquelle est passée de 6-7% à plus de 11%. Celle des grandes capitalisations européennes a en revanche stagné autour de 9%. Malgré cette amélioration de la dynamique bénéficiaire parmi les entreprises de plus petite taille, les investisseurs profitent toujours d'une décote de 10% en termes de ratio P/E pour acheter leurs actions. On notera avec intérêt qu'en dépit des progrès réalisés pour offrir une meilleure rentabilité aux investisseurs ces deux dernières années, ils auraient dû payer une prime d'au moins 15% sur le ratio P/E en 2015. En ce sens, les petites et moyennes capitalisations européennes sont plus intéressantes aujourd'hui qu'il y a deux ans, malgré leur hausse de 16% depuis le début de l'année.

Avec un contexte cyclique attrayant, les réformes de la France s'annoncent comme un catalyseur supplémentaire de la croissance et éventuellement de la rentabilité des entreprises. Bien que nombre d'observateurs doutent de la pérennité des réformes du président Macron, celles-ci ressemblent beaucoup aux mesures prises avec succès par l'Allemagne au début des années 2000 et par l'Espagne en 2012. En rétrospective, ces deux pays ont connu une diminution régulière de leur taux de chômage après la mise en œuvre des réformes, inversant ainsi la tendance après deux ans de hausse ininterrompue. En France, le chômage a

LA CROISSANCE DES BÉNÉFICES COMPENSE LES BAISSSES DE VALORISATION AU MILIEU DES CYCLES D'EXPANSION ÉCONOMIQUE

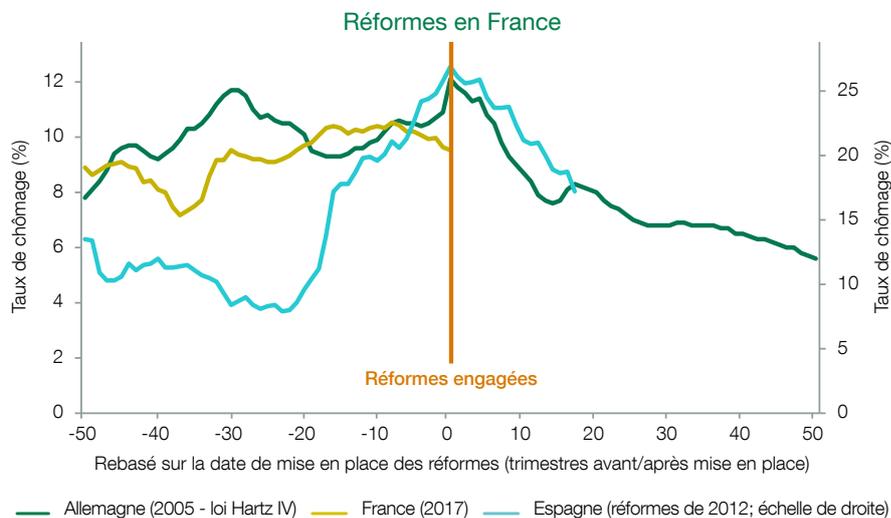
	Moteur de perf. du MSCI Europe		
	Gains en capital	Expansion du P/E	Croissance des BPA
Récession	-13,4%	12,4%	-12,5%
1 ^{er} année de reprise	7,0%	81,9%	-8,8%
Milieu du cycle	15,2%	-6,7%	44,1%
Dernière année de reprise	12,9%	7,2%	8,2%

Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

d'ailleurs déjà commencé à baisser avec les premières réformes engagées à la fin de cette année, ce qui devrait accélérer la dynamique réformatrice en 2018.

La période de transition que sera pour l'économie britannique la dernière année avant sa sortie de l'Union européenne (UE) en mars 2019 viendra compliquer la situation européenne. Cette phase de transition et les répercussions immédiates du Brexit devraient certes constituer un frein notable à la croissance domestique, mais les perspectives positives pour les économies mondiales et européennes soutiendront probablement les bénéfices réalisés à l'étranger par les grandes entreprises britanniques. Après son envolée de la fin 2017, la livre sterling devrait en outre se détendre légèrement en 2018, à mesure que les effets de base de l'inflation induite par la faiblesse de la devise s'atténuent, offrant ainsi un coup de pouce aux bénéfices des entreprises britanniques.

LA FRANCE VOIT SON CHÔMAGE DIMINUER À MESURE QU'ELLE ENGAGE DES RÉFORMES



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.



LA DYNAMIQUE DE L'INTÉGRATION EUROPÉENNE S'ESSOUFFLE

Au printemps 2017, l'élection d'Emmanuel Macron à la tête de la France a fait souffler un vent d'optimisme sur la zone euro avec la conviction que les centristes étaient désormais assez forts pour enrayer la vague populiste. De fait, les premiers jours de sa présidence ont été marqués par des progrès impressionnants en matière de réforme du code du travail.

Bien que nécessaire, la victoire d'Emmanuel Macron n'était toutefois que la première étape d'un processus en deux temps qui devait être engagé pour reprendre du terrain aux populistes. La seconde étape, considérée par beaucoup comme gagnée d'avance, a non seulement été la victoire de l'Union chrétienne-démocrate (CDU) de la Chancelière allemande,

Angela Merkel, en septembre, mais une victoire assez convaincante pour permettre à un partenariat Macron-Merkel de guider l'Union européenne (UE) vers des réformes de plus grande envergure sur le continent.

Si le parti conservateur d'Angela Merkel a obtenu la majorité des voix, le score relativement faible de ses anciens partenaires de coalition soulève des questions quant à la capacité d'un nouveau gouvernement de coalition (toujours en formation à l'heure où nous écrivons ces lignes) de faire avancer l'intégration européenne et de renforcer le système financier de la zone euro avant le prochain ralentissement cyclique.

A défaut, l'UE et la zone euro resteront sous la menace d'un ralentissement cyclique qui

pourrait mettre en évidence non seulement la fragilité persistante du système bancaire de la zone euro, mais également des faiblesses dans l'intégrité structurelle de l'Union elle-même.

En l'absence d'une telle dynamique politique, nous considérerons le rally des actions européennes comme cyclique par nature et soutenu par le regain de croissance actuel qui devrait perdurer en 2018. Toutefois, s'il n'y a pas d'améliorations structurelles au niveau des banques en Europe, et de l'UE elle-même, les actions européennes demeureront probablement un pari à bêta élevé sur la reprise cyclique de la croissance mondiale au lieu de bénéficier de l'appui solide d'un mouvement de réformes.

JAPON – LES RÉFORMES ET LA RESTRUCTURATION PORTENT LEURS FRUITS



L'économie japonaise a certes dépassé les attentes en 2017, mais les craintes liées à la Corée du Nord et un scandale de corruption national ont pesé sur le climat des affaires sur une grande partie de l'année. En conséquence, beaucoup d'investisseurs ont eu tendance à rester à l'écart, malgré la progression impressionnante des bénéfices des entreprises et l'amélioration des fondamentaux.

Tandis que les esprits s'agitent en Europe autour des réformes et des restructurations possibles, certains investisseurs pourraient ne pas avoir encore pris conscience que le Japon est réellement en train de passer de la théorie à la pratique sous l'impulsion des responsables des politiques budgétaire et monétaire, qui apportent un soutien cyclique continu aux efforts de réforme. Cette attitude contraste avec le «tapering» de la BCE et la position conservatrice de l'Union européenne (UE) sur le plan budgétaire. Par ailleurs, alors que l'on ignore encore si le tandem Macron-Merkel (cf. page 19) pourra orchestrer la prochaine étape du développement économique de l'UE, l'Abenomics commence à produire ses effets sur l'économie et les bénéfices des entreprises nippones.

Dans ce contexte, les valorisations japonaises, proches de leurs plus bas niveaux historiques (cf. graphique) en comparaison des marchés actions mondiaux, devraient finir par attirer l'attention des investisseurs internationaux dans la mesure où la croissance bénéficiaire inégalée, alliée à la dynamique de réforme portée par la victoire électorale du parti au pouvoir, replace le marché japonais au premier plan.

Après une longue période de morosité, l'économie japonaise, à l'instar de l'Europe, devrait enfin relever la tête et dégager une croissance de 1,7% en 2017, soutenue par la croissance mondiale, les réformes domestiques et les mesures de relance. Tout en profitant de

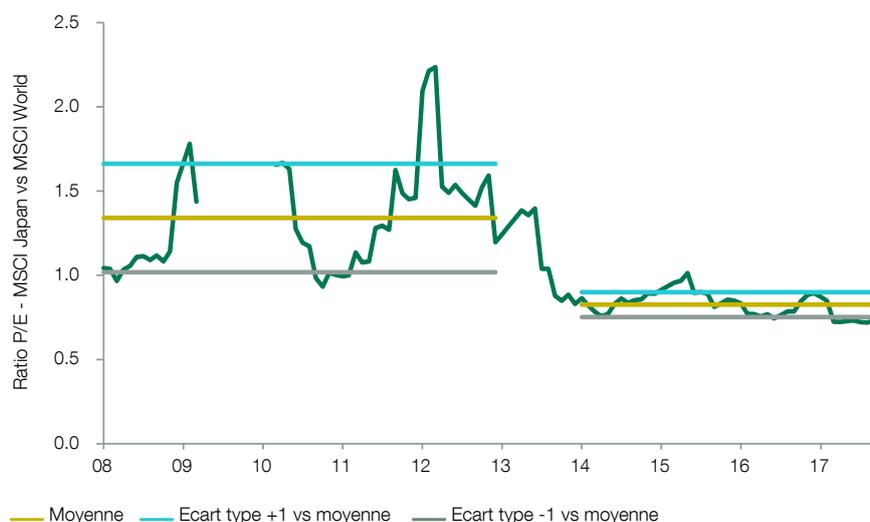
l'accélération de la conjoncture mondiale, le Japon est aussi devenu l'un des principaux bénéficiaires de la création de richesse en Asie avec 23 millions de touristes asiatiques sur la seule année 2017, contre seulement 6 millions au cours de la dernière décennie.

La croissance économique solide, et de plus en plus diversifiée, devrait permettre au Premier ministre, Shinzo Abe, de se recentrer sur la dynamique des réformes conjoncturelles. Son gouvernement devrait être motivé par une opposition plus efficace et par le désir de remodeler la constitution japonaise, d'adopter des politiques audacieuses et de maintenir le cap des réformes sur la demande intérieure et la restructuration, afin d'accompagner la transformation de l'économie japonaise.

A la différence des actions américaines, dont les valorisations élevées limitent les performances en fin de cycle économique, les valorisations japonaises offrent aux investisseurs une solide marge de progression (absolue et relative) étant donné leurs niveaux proches de leurs plus bas historiques en comparaison des actions mondiales et américaines.

Compte tenu du niveau modeste (6%) des attentes bénéficiaires actuelles pour 2018, les investisseurs semblent toujours sous-estimer la dynamique positive de la croissance mondiale mais également japonaise, ce qui est tout aussi important. Comme aux Etats-Unis en 2013-2014, les entreprises japonaises connaissent peu de pressions salariales tandis que la hausse des taux d'utilisation des

MALGRÉ LEUR RALLY DE 2017, LES ACTIONS JAPONAISES SE TRAITENT À DES VALORISATIONS PROCHES DE LEURS PLUS BAS HISTORIQUES VS LES ACTIONS MONDIALES



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

capacités semble indiquer que la croissance positive des chiffres d'affaires devrait impacter directement les bénéfices nets des entreprises.

La politique monétaire accommodante reste également en place et la Banque du Japon (BoJ) est désormais la seule grande banque centrale à ne pas avoir commencé à réduire son soutien à l'économie nationale. Alors que les taux d'intérêt américains augmentent et que la BCE prépare le retrait de l'assouplissement quantitatif (QE), le yen devrait faire figure de catalyseur supplémentaire des bénéfices en 2018.

Dans la mesure où la croissance est solide et où les entreprises devraient relever leurs prévisions à l'attention des analystes, nombre

«Les bénéfices et les valorisations pourraient augmenter et, de concert, dynamiser les performances japonaises en 2018.»

de secteurs devraient tirer leur épingle du jeu. L'industrie japonaise devrait s'appuyer sur la croissance mondiale synchronisée. De même, les sociétés technologiques nippones représentent un élément clé de la surpondération globale du secteur. A la traîne en 2017 malgré des valorisations attrayantes et les achats de la banque centrale, les valeurs bancaires japonaises sont bon marché: elles se

traitent à un ratio cours/valeur comptable de 0,6x, contre 1,2x pour les banques des autres marchés développés. Dans le même temps, la hausse des dépenses des ménages bénéficie aux biens de consommation discrétionnaire, ce qui devrait se refléter dans la hausse des prix des actions.

La politique et l'économie japonaises continueront à pâtir des craintes géopolitiques concernant la Corée du Nord, mais c'est également le cas dans le monde entier. Si les tensions devaient tourner au conflit, l'ensemble des actions mondiales en sera affecté. D'un autre côté, si les menaces ne sont que des paroles en l'air comme c'était le cas ces deux dernières décennies, le Japon pourra repartir à la conquête des investisseurs en 2018.



VERS UNE ACCÉLÉRATION DES RÉFORMES

Les élections générales d'octobre dernier ont offert au Premier ministre, Shinzo Abe, des conditions idéales pour accélérer les réformes économiques. Stratégie en trois volets introduite en 2012, l'Abenomics combine assouplissement monétaire, relance budgétaire et réformes structurelles. Bien qu'il suscite des réactions mitigées, ce programme présente des signes de réussite indiquant que le pays commence enfin à répondre au changement.

La croissance devrait avoisiner les 2% sur 2017. Ce résultat s'explique en partie par les incitations monétaires (assouplissement quantitatif), qui réduisent l'attrait de la détention de liquidités et encouragent ainsi les ménages à dépenser au lieu d'épargner.

Deux opportunités s'offrent aujourd'hui au Premier ministre fraîchement réélu. Premièrement, parce que l'opposition a été gravement affaiblie après d'excellents débuts, Shinzo Abe dispose d'une majorité des deux tiers dans les deux chambres du Parlement japonais. Il peut maintenant poursuivre la réforme de l'article 9 de la constitution pacifiste du Japon. La défense, l'industrie,

la technologie et les services bénéficieraient tous d'une armée renforcée.

La seconde opportunité réside dans la réforme structurelle. Alors que les entreprises enregistrent une profitabilité record, la part du travail dans le revenu ne cesse de baisser depuis les années 1990. Le Premier ministre a donc l'occasion de mettre un terme à ce déclin.

C'est là que la réforme du code du travail (Labour Standards Act) est cruciale. Il est essentiel d'abolir les différences en matière de protection de l'emploi et d'avantages sociaux qui existent entre le personnel fixe et temporaire. Les lois existantes favorisent la demande d'emplois peu rémunérés et protègent les salariés contre la concurrence sur le marché de l'emploi et le licenciement. Les petites entreprises de services avec une productivité relativement faible ont peu d'intérêt à augmenter les salaires et les avantages sociaux, préférant recruter ou imposer de nombreuses heures supplémentaires. Le système est orienté vers la stagnation des salaires, d'où la signature en mars 2017 du plan d'action qui fixe des limites aux heures supplémentaires imposées.

Pour sa part, Shinzo Abe a récemment appelé de ses vœux une hausse de 3% des salaires. Avec une inflation actuelle à 0,7%, une augmentation de 3% donnerait un coup de pouce significatif aux salaires réels et au pouvoir d'achat des ménages.

D'autres initiatives sont également en cours. La réforme des critères de gouvernance pour les entreprises cotées devrait se traduire par une hausse du rendement des fonds propres (les premiers signes d'amélioration sont apparus cette année). L'augmentation des impôts indirects est une mesure nécessaire pour rendre à terme les finances publiques moins vulnérables aux dégradations de la note de solvabilité et à la perte de confiance.

Enfin, comme pour tous les programmes de réforme, les opportunités résident dans leur exécution. Après de solides avancées sur les deux premiers volets de l'Abenomics, Shinzo Abe – conforté par sa victoire aux élections d'octobre – a désormais les coudées franches pour poursuivre le dernier volet visant à pérenniser la reprise au Japon.

LES RÉFORMES DOMESTIQUES SOUTIENNENT LA REPRISE CYCLIQUE DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS

Les actifs des marchés émergents ont globalement figuré parmi les grands gagnants de l'année 2017, avec une performance de 32% pour les actions de janvier à octobre. Parallèlement, les spreads entre les obligations en devises fortes des pays émergents et leurs homologues des Etats-Unis ont connu un fort resserrement, malgré les craintes liées aux tensions géopolitiques et à la politique américaine.

A la différence de l'économie outre-Atlantique, qui se situe en fin de cycle, les pays émergents en sont aux premiers stades de la reprise, après cinq années de décélération (cf. graphique). En Chine, la croissance a rebondi en 2017, après le ralentissement enregistré sur la période 2010-2016. Le Brésil, quant à lui, vient de renouer avec la croissance, après une sévère récession en 2015 et 2016. De son côté, la Russie, bien que toujours pénalisée par les sanctions occidentales, est également dans sa première année post-récession.

Ainsi, après une longue période de ralentissement, la consommation au sein des marchés émergents a repris des couleurs, avec des ventes au détail qui ont commencé à se stabiliser. De plus, les entreprises ont mis fin à leur désendettement et la croissance des prêts vient d'entamer un rebond.

Malgré la perspective d'une réaccélération modeste de l'économie, les marchés émergents devraient profiter de plusieurs facteurs positifs, comme le recul des pressions inflationnistes au niveau local, le dynamisme de la croissance mondiale ainsi que la fermeté des prix des matières premières.

Les spreads souverains de l'indice JPMorgan EMBI+ se sont resserrés, passant de près de 500 points de base (pb) en janvier 2016 à 285 pb

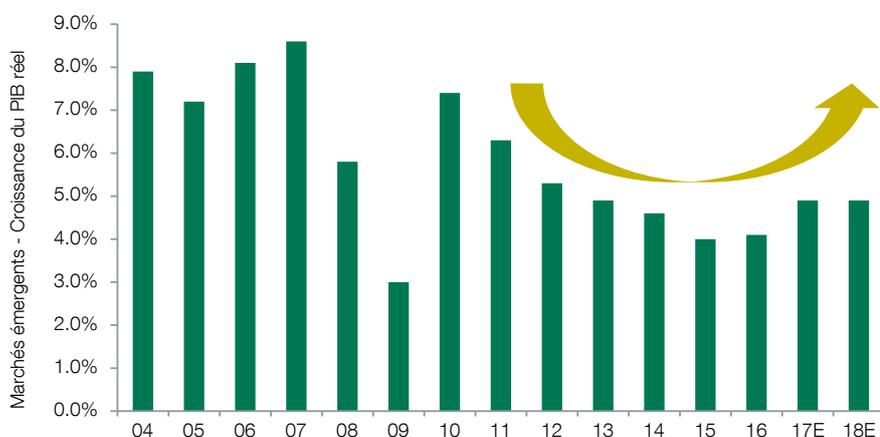
actuellement, mais contrairement aux autres marchés du crédit, ils restent plus importants que durant les précédents creux cycliques et offrent ainsi aux investisseurs une opportunité attrayante dans un univers du crédit de plus en plus onéreux.

Du côté des actions, l'indice MSCI Emerging Markets a vu l'écart de valorisation important se resserrer par rapport aux marchés développés durant l'année 2017. Par conséquent, les marchés émergents, à l'instar des marchés développés, s'appuieront de plus en plus sur les bénéfices pour délivrer de la performance en 2018.

Après la forte croissance des bénéfices des entreprises en 2017, les attentes bénéficiaires pour les marchés émergents apparaissent modestes pour l'année à venir. Si des surprises à la hausse sont possibles compte tenu du rebond des prix des matières premières, le regain de vigueur de l'USD observé en fin d'année pourrait constituer une nouvelle contrainte pour les performances des marchés émergents en 2018.



DES MARCHÉS ÉMERGENTS AUX PREMIERS STADES DE LA REPRISE



Sources: FMI, UBP

Globalement, les réformes politiques devraient, de notre point de vue, s'avérer positives pour les investisseurs sur ces régions. Cependant, le déploiement attendu des réformes en Chine pourrait représenter un obstacle pour les investisseurs orientés sur la «vieille économie»

en tout début d'année. En revanche, les privatisations prévues au Brésil et les nouvelles politiques envisagées par l'Inde pour rationaliser l'économie du pays (cf. section ci-dessous) devraient offrir un vaste champ d'opportunités au sein de l'univers des marchés émergents.

Enfin, la politique attachée aux accords commerciaux globaux reste un risque majeur pour ces marchés, surtout en 2018 avec les élections de mi-mandat aux Etats-Unis, qui placeront la politique commerciale américaine au cœur des débats.

UN CALENDRIER DE RÉFORMES PROPICE AUX MARCHÉS ÉMERGENTS

«La nouvelle année devrait être marquée par des changements politiques significatifs dans les principaux pays émergents, et certaines économies arrivant à maturité pourraient clairement se distinguer grâce à leurs réformes domestiques, qui devraient encore améliorer le retour sur investissement des placements.»



Chine

Le projet «One Belt, One Road» (OBOR), communément appelé «nouvelle route de la soie», reflète l'ambition du pays d'étendre son influence géopolitique en développant les infrastructures, le commerce et les activités bancaires en renminbi à travers l'Asie, l'Afrique et l'Europe. Des entreprises travailleront ainsi avec la Banque asiatique d'investissement dans les infrastructures (AIIB), afin de lever des fonds pour différents projets, comme les entreprises américaines l'ont fait avec la Banque mondiale et le FMI, ce qui créera des opportunités pour les actions des sociétés concernées par l'OBOR.

Avec la privatisation à grande échelle des entreprises d'Etat, le transfert du risque du secteur public vers le secteur privé va certes se poursuivre, mais ce mouvement permettra aussi d'attirer la liquidité du système bancaire

parallèle chinois vers des marchés financiers plus réglementés. Le marché obligataire chinois devrait s'en trouver naturellement renforcé, ce qui viendra soutenir le développement potentiel du marché d'obligations municipales.



Brésil

Après quatre ans de récession chronique et de scandales politiques, le pays semble prêt à tourner la page. La Banque centrale a abaissé ses taux directeurs, de 14% à 8%, et l'inflation est tombée à son niveau le plus bas en dix-neuf ans. Après avoir limité les dépenses fédérales, libéralisé le marché de l'emploi et supprimé les bonifications sur les taux d'intérêt à long terme, le gouvernement a maintenant l'occasion d'engager des réformes plus difficiles.

Le fardeau budgétaire du Brésil est un moteur de réforme croissant, avec un système de sécurité sociale

(incluant les retraites) qui absorbe 60% des dépenses publiques. Dans ce contexte, la privatisation et les projets d'infrastructures basés sur des partenariats public-privé devraient, selon nous, être au premier plan du calendrier de réformes en 2018. Au total, 57 entreprises d'Etat, incluant de grandes compagnies de services publics, dont celle qui imprime la monnaie, sont au programme de privatisation du gouvernement.



Inde

Depuis mai 2014, le Premier ministre, Narendra Modi, a amélioré la transparence et la responsabilité dans les finances publiques, développé la fiscalité et élargi l'accès à l'aide sociale. A l'approche de la fin de son mandat, il pourrait convoquer des élections anticipées afin d'obtenir carte blanche pour réorganiser les

marchés agricoles, accélérer la restructuration bancaire et mettre la dernière main au déploiement de nouvelles infrastructures qui amélioreront l'efficacité et les perspectives de croissance à long terme de l'Inde.



Mexique

Les négociations avec les Etats-Unis sur l'Accord de libre-échange nord-américain (NAFTA) constituent, selon nous, le risque le plus important pour le Mexique, mais aussi pour les marchés émergents dans leur ensemble sur l'année à venir. Les élections programmées pour 2018 pourraient voir l'arrivée au pouvoir d'un candidat socialiste, étant donné l'incertitude économique que pourrait provoquer une éventuelle rupture du NAFTA. Cela mettrait à mal les finances publiques du pays et ferait peser un nouveau risque sur ses marchés de la dette et des actions, qui occupent tous deux une place prépondérante dans l'univers émergent.

MATIÈRES PREMIÈRES UNE ENTRÉE DANS UN CYCLE LONG

Les discussions autour des matières premières ont eu tendance, ces dernières années, à porter invariablement sur l'or, et cette concentration pourrait détourner les investisseurs des niveaux extrêmes observés en dehors de l'univers des métaux précieux dans une perspective de long terme. En effet, en termes ajustés de l'inflation, les matières premières s'approchent de leurs plus bas enregistrés vers la fin des années 1990, qui était un contexte de marché baissier (cf. graphique).

La raison de ce recul en termes absolus et réels a été l'éclatement de la bulle de la demande de matières premières en Chine, l'économie ayant vu sa croissance réelle passer de 10-15% par an à 6-7% ces dernières années.

La conséquence immédiate pour les entreprises, qui investissent généralement sur des cycles de 5-10 ans, a été une période prolongée d'offre excédentaire, forçant les sociétés à assainir leur bilan ou à réduire leurs capacités, ou encore, pour les plus mal en point, à cesser leur activité.

Après un marché baissier de 5-6 ans sur les matières premières, les bases d'une performance des prix plus durable se sont mises en place, en raison d'une réduction de l'offre nouvelle qui résulte de la coupe agressive des dépenses d'investissement et de la baisse des stocks. Du côté de la demande, la croissance globale synchronisée, observée pour la première fois depuis la crise financière de 2008-2009, constitue un soutien important à la demande de matières premières. Par conséquent, les fondamentaux de nombreux segments de matières premières ont cessé de peser sur les prix et aussi sur la rentabilité, pour les investisseurs en actions et en crédit de ces segments.

L'agriculture étant soumise aux aléas de la météo, la meilleure visibilité de l'offre sur le long terme dans les matières premières industrielles et sur le segment des métaux et de l'industrie minière – combinée à une amélioration du bilan

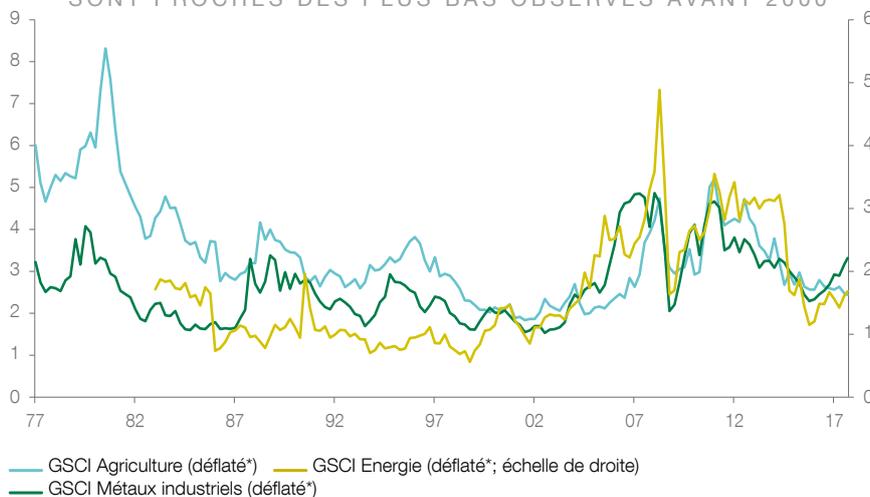
des leaders de l'industrie – crée une opportunité pour les investisseurs dans une perspective de long terme. Les producteurs d'aluminium, de cuivre et de minerai de fer, dont les bilans sont de bonne qualité, paraissent bien positionnés pour tirer parti de ce contexte.

Dans le secteur de l'énergie, tandis que la flexibilité de la production de pétrole de schiste américain constitue une incertitude à court terme, la réduction des dépenses d'investissement de long terme observée ces dernières années signifie qu'un déséquilibre plus marqué entre l'offre et la demande pourrait apparaître en fin de décennie, ce qui serait favorable pour les investisseurs de long terme. A court terme, la réduction des investissements et une meilleure allocation du capital parmi les entreprises américaines d'exploration et de production suggèrent que, même avec une évolution latérale des prix de l'énergie et compte tenu du plafonnement de la production à moyen terme, les investisseurs sur les actions et le crédit pourraient profiter de solides catalyseurs pour dynamiser leur performance.



Bien que le contexte géopolitique de plus en plus incertain (cf. section sur les risques page 25) justifie pleinement une exposition à l'or, nous pensons que le principal obstacle à un rally soutenu du métal jaune est la perspective d'une hausse continue des taux d'intérêt réels, non seulement aux Etats-Unis, mais aussi au sein de la zone euro, étant donné que la BCE entend réduire son programme de rachats obligataires en 2018.

LES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES AJUSTÉS DE L'INFLATION SONT PROCHES DES PLUS BAS OBSERVÉS AVANT 2000



*mesuré au moyen du déflateur du PIB américain
Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

IDENTIFIER ET GÉRER LES RISQUES DANS UN MONDE MULTIPOLAIRE

Historiquement, le risque majeur pour les investisseurs a essentiellement résidé dans la perspective d'une récession, et de la baisse qui s'en suit sur les marchés mondiaux des actions et du crédit des entreprises.

Dans le contexte actuel, marqué par la montée du populisme et les efforts de réformes politiques plus soutenus, il est désormais nécessaire pour les investisseurs d'évaluer les risques sous un angle plus large, en tenant justement compte de ces nouveaux axes de risque. A cet égard, le risque de récession cyclique est aujourd'hui amplifié par la menace d'un essoufflement de la dynamique de réforme politique. Cela pourrait en effet à la fois freiner la croissance économique et faire le jeu des mouvements populistes qui ont clairement le vent en poupe dans les grands pays. L'on voit par ailleurs émerger des menaces géopolitiques toujours plus fréquentes, lesquelles peuvent mettre en péril le calendrier des réformes et une reprise économique encore fragile dans certaines régions du monde.

Ainsi, afin de mieux prendre en considération cet environnement de risques multipolaires, nous avons établi une cartographie des risques économiques et géopolitiques répertoriant 17 catalyseurs qui sont autant de menaces potentielles (cf. schéma).

Sur la période 2016-2017, les risques liés au populisme et aux réformes en Europe étaient perçus comme des menaces majeures. A l'approche de 2018, ces risques semblent s'être transformés. Ils sont aujourd'hui davantage centrés sur la dynamique de réforme en France et sur la capacité de l'UE à accélérer les mesures visant à transformer son cadre de gouvernance et consolider ses fondations. A ce stade, l'avancée des réformes en France se révèle encourageante. Toutefois, au vu des résultats des élections en Allemagne en septembre dernier, il semble de plus en plus probable que les efforts franco-allemands pour réformer l'UE progressent moins rapidement que prévu, surtout dans la

CARTOGRAPHIE DES RISQUES UBP

Momentum de risque	EN HAUSSE	Réformes en Allemagne et dans l'UE PBoC: resserrement trop agressif Destitution du président américain Arabie saoudite vs Iran	Etats-Unis - Corée du Nord Fragmentation de l'UE - Espagne/Catalogne Brexit dur	
	STABLE	Réformes en Chine - crise bancaire/dévaluation Rebond surprise de l'inflation - Etats-Unis/zone euro Réformes en France Récession aux Etats-Unis	Fed: resserrement trop agressif Réformes en Chine Fragmentation de l'UE - Elections en Italie Guerre commerciale lancée par les Etats-Unis	BoE: resserrement trop agressif
	EN BAISSÉ	BCE: resserrement trop agressif		
		FAIBLE	MODÉRÉE	ÉLEVÉE

Probabilité de survenance

Source: UBP

perspective des prochaines élections générales en Italie, programmées pour 2018. L'échec de l'avancée des réformes pourrait raviver le risque que les populistes – confortés par d'excellents résultats lors des récentes élections en Autriche et outre-Rhin – connaissent encore un regain de vigueur et fassent potentiellement caler la reprise en Europe.

Par ailleurs, aux Etats-Unis, la politique pratiquée par Donald Trump est toujours empreinte de son célèbre slogan «America First», ce qui engendre une multitude de nouveaux risques – guerre commerciale, conflit armé en Corée du Nord, et troubles liés à un rééquilibrage des rapports de force régionaux en Asie et au Moyen-Orient. Beaucoup se focalisent sur le différend actuel entre la Corée du Nord et les Etats-Unis, mais les investisseurs ne doivent pas non plus négliger le fait que les avancées dans le cadre de la renégociation par les Etats-Unis de l'Accord de libre-échange nord-américain (NAFTA) sont encore insuffisantes. Ainsi, les politiques commerciales protectionnistes de Donald Trump pourraient, à l'automne 2018, être au cœur des débats lors de la campagne

des Républicains pour le contrôle du Congrès. De plus, la crise diplomatique entre l'Arabie saoudite et le Qatar, bien que largement considérée comme un problème local, vient s'ajouter à une série de conflits profonds entre l'Arabie saoudite et l'Iran, avec des risques qui se sont intensifiés tout au long de 2017.

Les investisseurs ont historiquement pu trouver refuge au sein des échéances longues des obligations gouvernementales, ou de l'or, voire du franc suisse ou du yen japonais. Nous continuons pour notre part à utiliser ces moyens de protection dans nos portefeuilles de manière tactique, mais compte tenu de la surévaluation de ces valeurs refuges traditionnelles, il est désormais nécessaire d'avoir recours à d'autres instruments alternatifs pour pouvoir faire face à cet environnement de risques multipolaires. Etant donné la faible volatilité qui prévaut actuellement du côté des actions et des taux d'intérêt, nous avons intégré en portefeuilles des stratégies de type «long volatility» comme outil de protection supplémentaire pour les investisseurs, face à un contexte de risque en constante évolution.



MICHAËL LOK

Chief Investment Officer (CIO) Groupe
et Co-CEO Asset Management

Michaël Lok a rejoint l'UBP en 2015 en qualité de Head of Investment Management. Il possède plus de vingt ans d'expérience dans la gestion de fortune et la gestion d'actifs. Précédemment, il assumait les fonctions de Global Head of Asset Management chez Indosuez Wealth Management (groupe Crédit Agricole), où il a développé une gamme de fonds UCITS pour le Private Banking ainsi qu'une offre de solutions d'investissement dédiées et de

mandats à l'intention d'une clientèle UHNWI, en particulier pour l'Asie et l'Amérique latine. Avant cela, il avait occupé les postes de Head of Investment et de Head of Risk & Quantitative Portfolio Management. Auparavant, il était Gérant de portefeuille et de fonds au sein de la Banque Martin Maurel et de HSBC France (ex-CCF). Michaël Lok possède deux Masters – un DESS de Finance et un DEA de Banque et Finance – de l'Université d'Aix-en-Provence (France).



NORMAN VILLAMIN

Chief Investment Officer (CIO) Private Banking

Norman Villamin a intégré la Banque en novembre 2015 en qualité de Head of Investment Services and Treasury & Trading d'UBP Zurich. En 2016, il a été nommé CIO Private Banking UBP. Il possède plus de vingt ans d'expérience dans la gestion de fortune, tant en matière de conseil que dans le domaine discrétionnaire. Précédemment, il a assumé les fonctions de Chief Investment Officer pour Coutts International et de Head of

Investment Analysis & Advice pour Citi Private Bank en Asie-Pacifique, ainsi que les fonctions de Head of Asia-Pacific Research pour HSBC et de Head of Asia-Pacific Strategy pour Morgan Stanley, basé à Hong Kong et Singapour. Norman Villamin est titulaire d'un Bachelor en Administration des entreprises (Business Administration) de l'Université du Michigan, et d'un Master en Business Administration (MBA) de l'Université de Chicago.



PATRICE GAUTRY

Chef économiste

Patrice Gautry est entré à l'UBP à Genève en février 2000. Il est responsable du Département Economic and Thematic Research de la Banque. Auparavant, de 1991 à 1999, il a été responsable de la division Economie et stratégie d'investissement au sein du département de Gestion institutionnelle du groupe HSBC à Paris. Entre 1988 et 1991,

il s'est occupé de la gestion de portefeuilles SICAV et de fonds communs de placement diversifiés européens pour le groupe Ecofi-Finance. Patrice Gautry est titulaire d'un Diplôme d'études approfondies (Master Recherche) en Sciences économiques – spécialisation devises, finance et banque – d'HEC, 3^e cycle, et de l'Université d'Orléans.

Informations importantes

Le présent document est une communication marketing contenant des **INFORMATIONS GÉNÉRALES** sur les marchés financiers et les instruments financiers, et reflète la seule opinion de l'Union Bancaire Privée, UBP SA et/ou d'une entité du Groupe UBP (ci-après l'«UBP») à la date de son émission. Il peut contenir des recommandations génériques mais ne doit pas être considéré comme une offre ou une sollicitation d'achat, de souscription ou de vente de devise ou de produit ou d'instrument financier, ou encore d'investissement, ou de participation à des stratégies de trading spécifiques dans un territoire où une telle offre ou sollicitation ne serait pas autorisée, ni à toute personne à laquelle il serait illégal de faire une telle offre ou sollicitation. Ce document est uniquement destiné à fournir une large vue d'ensemble à des fins de discussion, pour déterminer l'intérêt de l'investisseur. Il ne remplace pas un prospectus ou tout autre document juridique relatif à un instrument financier spécifique qui peut être obtenu gratuitement sur demande auprès de l'UBP ou auprès du siège social d'un fonds, dans le cas de fonds. Les opinions exprimées ne prennent pas en considération la situation, les objectifs ou les besoins spécifiques des investisseurs.

Dans ce document, l'UBP ne fait aucune déclaration quant au caractère adéquat ou au caractère approprié des instruments financiers ou des services décrits pour un client particulier, ni quant à leurs performances futures. Sur demande et dans l'intérêt du client, l'UBP et le responsable clientèle sont disponibles pour fournir de plus amples informations au client sur les risques liés à des placements spécifiques. Les informations sur les risques liés à chaque instrument financier seront fournies en temps utile par des moyens distincts avant la décision d'investissement. Dans tous les cas, chaque investisseur doit se forger sa propre opinion sur les titres ou instruments financiers mentionnés dans les présentes et évaluer de manière indépendante les avantages ou le caractère adéquat de tout investissement. Avant de conclure une quelconque transaction, les investisseurs sont invités à lire attentivement les avertissements sur les risques et les réglementations figurant dans le prospectus ou dans d'autres documents juridiques, et sont instamment invités à consulter leurs conseillers financiers, juridiques, comptables et fiscaux quant à leurs objectifs d'investissement, leur situation financière et leurs besoins spécifiques.

Le présent document est réalisé en collaboration avec le département Advisory de l'UBP. Cette recommandation générique n'est par conséquent pas indépendante des intérêts propres de l'UBP ou des parties liées, susceptibles de conflit avec vos intérêts. L'UBP dispose de politiques en mesure de gérer les conflits d'intérêts.

Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficilement quantifiables et intégrables à la valorisation des investissements. En règle générale, les produits à haut risque, tels que les produits dérivés, les produits structurés ou les investissements alternatifs et les placements non traditionnels (tels que les hedge funds, les fonds de capital-investissement (private equity), et les fonds immobiliers) ne conviennent qu'aux investisseurs capables de comprendre et d'assumer les risques impliqués. La valeur de tout investissement peut être exposée à un risque et une partie ou la totalité du capital initial peut être perdue. Les investissements sont exposés aux fluctuations des devises et peuvent augmenter ou diminuer en valeur. Les fluctuations des taux de change peuvent entraîner des augmentations ou des diminutions de vos rendements et/ou de la valeur du portefeuille. Le client peut être exposé au risque de change car un instrument financier ou le placement sous-jacent d'un instrument financier est libellé dans une devise autre que la devise de référence de son portefeuille ou dans une devise autre que celle de son pays de résidence. Pour de plus amples informations sur les risques, nous vous invitons à consulter la brochure intitulée «Caractéristiques et risques de certains instruments financiers».

Les informations contenues dans ce document ne sont ni le fruit d'une analyse financière au sens des «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB), ni des études indépendantes sur les investissements conformément aux dispositions de la Directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers («MIFID»).

Des efforts raisonnables ont été déployés pour s'assurer que le contenu du présent document se fonde sur des informations objectives et des données obtenues auprès de sources fiables. Cependant, l'UBP ne peut garantir que les informations collectées en toute bonne foi sont exactes et exhaustives. Les circonstances peuvent changer et affecter les données collectées et les opinions exprimées au moment de la publication. Les informations contenues dans ce document sont donc susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis. L'UBP décline toute responsabilité quelle qu'elle soit et ne formule aucune déclaration, garantie ou engagement, explicite ou implicite, quant aux informations, projections ou opinions contenues dans le présent document, ou quant aux éventuelles erreurs, omissions ou inexactitudes du document. L'UBP ne s'engage pas à mettre à jour ce document ou à corriger les éventuelles inexactitudes susceptibles d'être constatées après sa publication.

Ce document peut faire référence à la performance passée des instruments financiers. Les performances passées ne préjugent pas des performances actuelles ou futures. La valeur des instruments financiers peut fluctuer tant à la baisse qu'à la hausse. Toutes les déclarations contenues dans ce document, autres que les déclarations sur des performances passées et des faits historiques, sont de nature prospective. Les déclarations de nature prospective ne garantissent pas les performances futures. Les projections financières figurant dans ce document ne constituent pas des prévisions ou des budgets. Elles sont fournies exclusivement à titre d'illustration et se fondent sur des anticipations et des hypothèses actuelles qui peuvent ne pas se matérialiser. Les performances réelles, les résultats, la valeur de marché et les perspectives d'un instrument financier peuvent sensiblement différer de ceux formulés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives figurant dans le présent document. Les rendements projetés ou ciblés sont intrinsèquement sujets à d'importantes incertitudes économiques, de marché et autres susceptibles d'avoir une incidence défavorable sur la performance. L'UBP décline également toute obligation de mettre à jour toute déclaration prospective à la suite de nouvelles informations, d'événements futurs ou autres.

Les données de performance incluses dans ce document ne tiennent pas compte des frais, commissions, frais imputés lors de l'émission et du remboursement de titres, ou autres, ni des éventuelles retenues fiscales pouvant être prélevées. Le traitement fiscal de tout investissement dépend de votre situation individuelle et peut, à l'avenir, être sujet à des modifications. L'UBP ne fournit aucun conseil fiscal dans ce document.

Le présent document est confidentiel et destiné uniquement à la personne à laquelle il a été remis. Il ne peut être reproduit (en totalité ou en partie), ou transmis à toute autre personne, sans l'autorisation écrite préalable de l'UBP.

L'UBP est agréée et réglementée, en Suisse, par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers («FINMA»), à Dubaï, par la Dubai Financial Services Authority («DFSA») et, au Royaume-Uni, par la Prudential Regulation Authority («PRA»).

Crédits photos:

Couverture ©Artistdesign29/Shutterstock.com, page 8 ©AUDINDesign/iStockphoto.com, page 10 ©Katerina_Andronchik/iStockphoto.com, page 11 ©10255185_880/iStockphoto.com, page 13 ©Kundra/Shutterstock.com, page 14 ©Phongphan/Shutterstock.com, page 17 ©AG-PHOTOS/Shutterstock.com, page 18 ©Lisa Kolbasa/Shutterstock.com, page 19 ©Anthony Krikorian/Shutterstock.com, page 20 ©Macrovector/Shutterstock.com, page 21 ©HstrongART/Shutterstock.com, page 22 ©toniyoumui/iStockphoto.com, page 23 ©GoodLifeStudio/iStockphoto.com, page 24 ©mf-guddyx/iStockphoto.com

Novembre 2017

