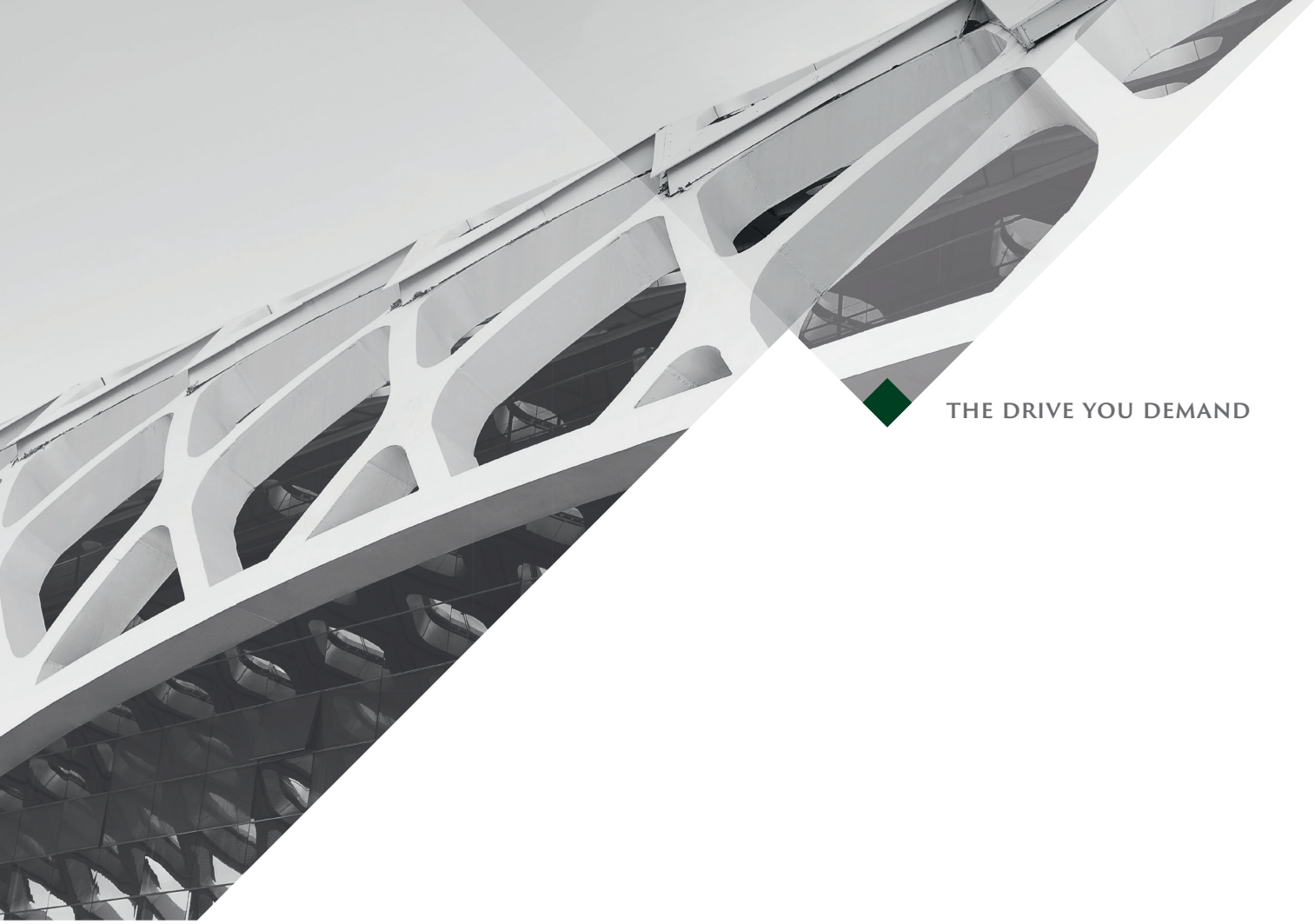


THE DRIVE YOU DEMAND

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2E TRIMESTRE 2017

Avril 2017 | Comité d'investissement global

UBP

UNION BANCAIRE PRIVÉE

SYNTHÈSE

- *La croissance reste soutenue et synchronisée à l'échelle mondiale, malgré les incertitudes politiques.*
- *La BCE devrait emboîter le pas de la Fed en adoptant une approche plus neutre au second semestre 2017.*
- *L'inflation totale approche des 2% dans les grandes régions du monde, mais elle devrait se stabiliser au sein de la zone euro dans les mois à venir.*
- *Les risques inflationnistes aux Etats-Unis restent orientés à la hausse, sous l'effet de l'augmentation des salaires et d'un possible assouplissement budgétaire.*
- *La dette des marchés émergents en devise forte compense plutôt bien les investisseurs par rapport aux obligations des marchés développés, qui affichent des valorisations élevées.*
- *La normalisation de la politique en zone euro devrait conduire à une hausse de la volatilité des taux d'intérêt au sein de cette région.*
- *Les fortes valorisations affichées par les actions mondiales sont principalement tirées par des valorisations historiquement élevées aux Etats-Unis.*
- *Les actions du Japon, des marchés émergents et, dans une moindre mesure, d'Europe présentent de meilleures opportunités que celles des Etats-Unis.*
- *A l'heure actuelle, les marchés de la zone euro sous-évaluent la perspective d'un vote populiste lors des prochaines élections en France.*
- *Les stratégies alternatives, notamment celles centrées sur les primes de risque et celles de type «market neutral», sont de plus en plus attrayantes compte tenu des valorisations élevées observées au sein des actions et des obligations.*

ÉCONOMIE MONDIALE

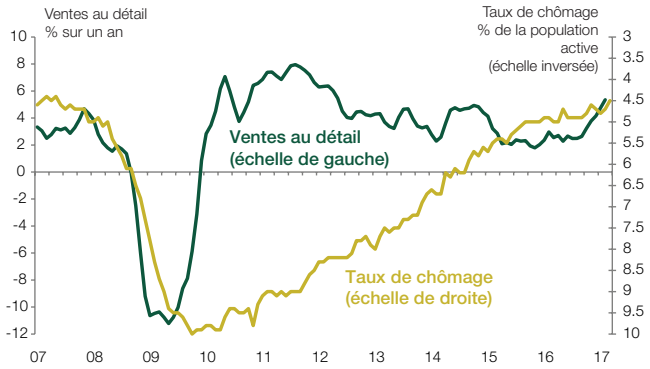
Une croissance soutenue et synchronisée

La croissance mondiale conserve sa trajectoire positive au 2e trimestre, portée par la solide tendance en place aux Etats-Unis, une activité vigoureuse en Asie, et une amélioration des perspectives pour la zone euro.
La croissance apparaît soutenue et synchronisée dans les principales régions, grâce à un raffermissement de l'activité dans le secteur manufacturier et à une tendance positive dans la consommation.

Une croissance américaine qui conserve sa dynamique, dans l'attente de réformes budgétaires

La croissance américaine devrait rester sur une tendance de 2%-2,5%, grâce à une consommation soutenue et à des niveaux de confiance élevés du côté des entreprises, tant dans le secteur manufacturier que dans les services. Les fondamentaux demeurent positifs pour les consommateurs, à l'heure où l'économie est proche du plein emploi et où le marché du logement est bien orienté. L'amélioration du climat des affaires ces derniers mois devrait conduire à un rebond de l'investissement des sociétés dans les trimestres à venir.

Etats-Unis: la consommation est soutenue par le plein emploi



Sources: BEA, Census Bureau

La politique budgétaire outre-Atlantique devrait délivrer des réformes susceptibles de doper l'activité. Cependant, en dépit de l'arrivée d'un nouveau président à la Maison-Blanche et de la majorité républicaine au Congrès, aucun accord n'a pu être trouvé sur la réforme du système de santé (Obamacare), et les décisions sur les mesures fiscales ont été ajournées. De plus, l'impact macroéconomique de la baisse des impôts sur les ménages et les entreprises ne pourrait se faire ressentir qu'en 2018.

La croissance américaine semble déjà proche de son potentiel, et une forte relance fiscale peut donc s'accompagner de risques inflationnistes, avec notamment des pressions grandissantes sur les salaires et un creusement des déficits budgétaires et commerciaux. Si la relance budgétaire ressort en dessous des attentes, la croissance américaine restera probablement sur une tendance de 2%-2,5%, et les risques de surchauffe devraient être limités. La Fed devrait donc continuer à normaliser progressivement sa politique, avec deux hausses de taux supplémentaires attendues ces prochains trimestres.

Pays émergents: les exportations et la consommation comme principaux déterminants

Les pays émergents offrent des perspectives relativement stables pour les trimestres à venir, malgré les craintes d'un protectionnisme accru au sein des pays développés.

La croissance s'est stabilisée grâce à la consommation et à la politique économique accommodante de ces derniers mois. De plus, la dynamique est devenue positive dans le secteur manufacturier, et les exportations ont affiché une meilleure tenue, en particulier en Asie.

La croissance s'est stabilisée en Chine

Source: NBSC

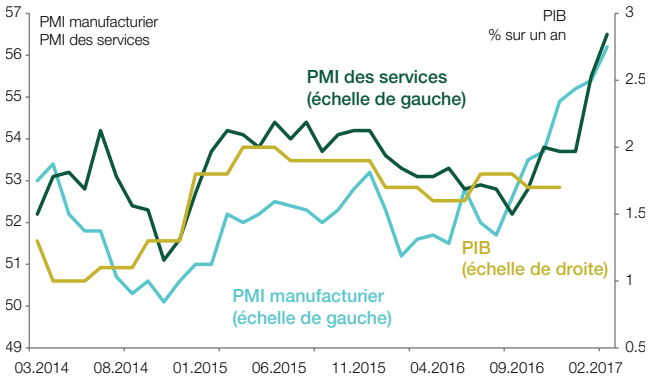
La croissance chinoise devrait se stabiliser autour de 6,5%, grâce à une tendance solide au niveau de la consommation et de l'investissement global. Après la rencontre entre les présidents Xi Jinping et Trump, les craintes d'une «guerre froide» du commerce et des devises entre les deux grandes économies se sont dissipées. Par ailleurs, la Chine poursuit son tour de vis monétaire, visant notamment à assainir le secteur bancaire, mais aussi à prévenir toute nouvelle bulle immobilière, et à stabiliser les flux de capitaux.

Du côté des marchés émergents, l'Asie offre toujours les perspectives les plus attractives, grâce à la Chine et à l'Inde. S'agissant du Brésil et de la Russie, la situation économique s'est légèrement améliorée, mais la volatilité des prix des matières premières et l'instabilité politique ont eu pour effet de ralentir la sortie de récession de ces pays. En outre, les derniers développements géopolitiques au Moyen-Orient ont réduit la probabilité d'assister à un assouplissement des sanctions contre la Russie.

Zone euro: une amélioration des perspectives malgré de fortes incertitudes politiques

Les perspectives sur la zone euro se sont améliorées ces derniers mois. Le sentiment des entreprises a rebondi, tant dans le secteur manufacturier qu'au niveau des services. De plus, la confiance des consommateurs s'est renforcée, soutenue par l'embellie observée sur le marché de l'emploi. Une augmentation des dépenses d'investissement est à prévoir dans le sillage du raffermissement de la demande mondiale. L'économie allemande reste en tête de proue, grâce à une demande domestique solide, à un faible taux de chômage, et à une hausse des excédents budgétaires et extérieurs.

Zone euro: la confiance accrue des entreprises laisse augurer un raffermissement de la croissance du PIB



Sources: Markit, Eurostat

La croissance s'est améliorée en France et en Italie, mais la situation demeure fragile dans ces deux pays. Ainsi, l'élection présidentielle française a mis en évidence une montée des incertitudes au sein de la population à l'heure où les sondages paraissent de plus en plus favorables aux partis anti-UE – notamment celui de Marine Le Pen (extrême droite) et celui de Jean-Luc Mélenchon (gauche/extrême gauche). Si le risque de «Frexit» semble faible à en croire les dernières enquêtes d'opinion, les résultats de l'élection présidentielle (avril et mai) et des élections législatives (juin) n'offrent qu'une faible visibilité sur la future politique économique.

L'inflation au sein de la zone euro a fortement rebondi au 1er trimestre 2017, grâce à la montée des prix du pétrole, et elle devrait se situer dans une fourchette de 1,5%-2% en rythme annuel. L'inflation sous-jacente (hors énergie et biens alimentaires) est toujours basse (près de 1% sur un an), mais les pressions déflationnistes ont finalement diminué. La politique de la BCE est devenue moins agressive, étant donné que les rachats mensuels d'obligations ont été réduits au 2e trimestre (passant d'EUR 80 milliards à EUR 60 milliards); la communication de la banque centrale devrait être nettement moins conciliante durant le prochain trimestre, et sa politique sera probablement plus neutre en 2018, la croissance et l'inflation étant appelées à se normaliser.

ALLOCATION D'ACTIFS

Une réorientation des expositions parmi les différentes classes d'actifs

Le contexte de croissance solide et synchronisée à l'échelle mondiale est propice à des valorisations élevées au sein des actions, ainsi qu'à de bas niveaux de spreads de crédit, même si cela ne cadre pas avec la faiblesse des rendements réels observés sur les marchés obligataires gouvernementaux à travers le monde.

Ainsi, alors que les fondamentaux de crédit présentent peu de signes de stress, nous continuons de préférer les actions aux obligations. En effet, la perspective d'une volatilité accrue des taux d'intérêt crée un environnement difficile en termes de génération de performance sur le marché obligataire.

Nous avons profité de ce contexte pour réorienter certaines de nos positions actions directionnelles en faveur d'une exposition offrant une protection partielle du capital. Nous reconnaissons en effet que les marchés devraient être encore confrontés à des risques politiques et géopolitiques majeurs dans les mois à venir.

Conscients des niveaux de valorisation élevés qui prévalent au sein des différentes régions, et des principales classes d'actifs, nous estimons qu'il est de plus en plus important d'envisager des alternatives, aussi bien pour atténuer le risque que pour dynamiser la performance.

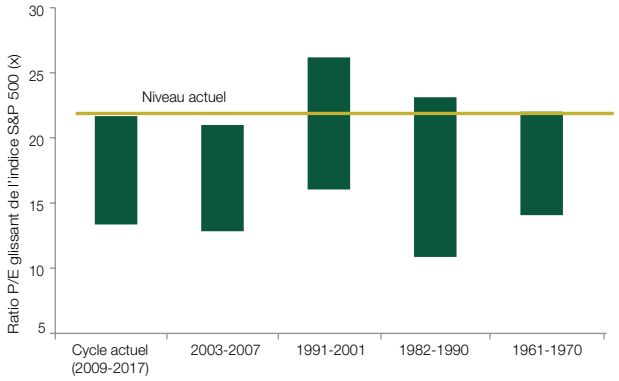
ACTIONS

Focus sur les actions non américaines

Avec une hausse des actions mondiales de 7% au 1er trimestre 2017, les valorisations apparaissent quelque peu élevées en comparaison historique. Cependant, cette surévaluation est principalement due à des multiples élevés aux Etats-Unis, à savoir 22 fois les bénéfices glissants sur les douze derniers mois, soit des niveaux de valorisation qui n'avaient plus été atteints depuis la bulle technologique de 2000-2001.

Sur le plan sectoriel, nous continuons à entrevoir des opportunités dans le secteur technologique américain. S'agissant de la santé, l'un de nos secteurs préférés, l'absence de réforme dans ce domaine aux Etats-Unis pourrait empêcher une réappréciation plus soutenue de la capacité bénéficiaire au sein de cette industrie. Cependant, à court terme, nous conservons des positions sur la santé car ce secteur devrait, selon nous, continuer à surperformer dans les mois à venir.

Actions américaines: dans un contexte de valorisations élevées, les performances devraient dépendre des bénéfices



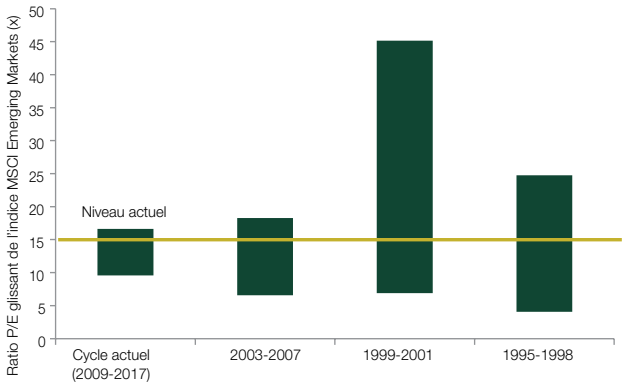
Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Au sein des marchés émergents, les valorisations restent en deçà des plus hauts cycliques observés durant la phase d'expansion globale de 2003-2007. De plus, étant donné que les révisions des bénéfices sont à la hausse et que l'USD devrait constituer un moindre problème pour l'univers émergent, nous nous attendons à une nouvelle phase haussière à l'avenir. Enfin, la dynamique économique et bénéficiaire en Asie est venue conforter nos préférences pour ce marché en particulier.

Au Japon, la perte de vigueur du JPY apparaît nécessaire à un redressement de la performance des actions japonaises, laquelle s'est avérée particulièrement décevante depuis le début de l'année. L'argument de valorisation étant toujours intact – et avec un momentum bénéficiaire et économique qui reste solide –, le Japon offre, selon nous, sur le long terme une réelle opportunité pour les investisseurs patients.

Il est vrai que la rentabilité des capitaux propres (ROE) reste proche de ses plus bas cycliques, tant sur les marchés émergents que sur le marché japonais. Cela suggère donc que les performances des marchés actions mondiaux seront désormais tirées par la poursuite des surprises bénéficiaires à la hausse observée depuis le début de l'année, et ce surtout pour les sociétés situées en dehors des Etats-Unis, où ces annonces semblent être moins bien valorisées.

Actions des marchés émergents: les pics de valorisation restent en dessous par rapport aux précédentes phases d'expansion conjoncturelle



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Nous sommes devenus moins pessimistes à l'égard des actions de la zone euro compte tenu de la solide reprise observée au sein de cette région. Alors que les valorisations restent raisonnables, voire plutôt bon marché (en particulier par rapport aux Etats-Unis), le renforcement de la perspective de surprises bénéficiaires constitue, de notre point de vue, un moteur de performance majeur sur le continent européen.

Cela dit, le rally de 8% affiché par les actions de la zone euro depuis le mois de janvier indique que ce marché a encore relativement peu valorisé la probabilité d'un vote populiste lors des prochaines élections en France.

Par conséquent, nous en avons profité pour réorienter notre exposition aux actions européennes. Durant la période électorale en France, nous avons donc décidé d'initier des positions offrant une protection partielle du capital, nous permettant ainsi de maintenir une exposition à la reprise conjoncturelle en cours tout en nous protégeant contre les risques à court terme liés au paysage politique en Europe.

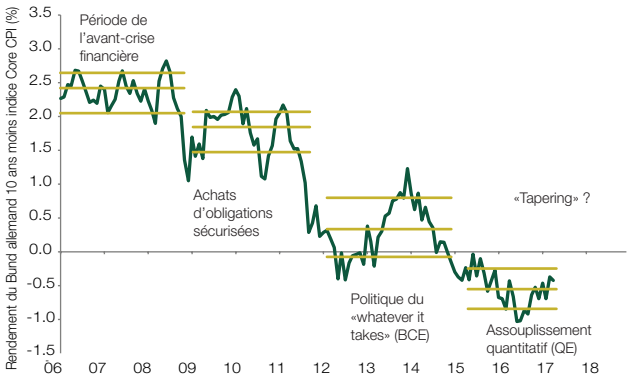
OBLIGATIONS

La volatilité des taux d'intérêt devrait s'étendre à la zone euro

La BCE changera vraisemblablement son angle de communication au cours de l'été, pour opérer un «tapering» (réduction progressive de son programme d'assouplissement quantitatif (QE)) à partir de 2018. Dans ce contexte, les investisseurs devraient s'attendre à ce que la tendance unidirectionnelle qui prévaut actuellement sur les taux de la zone euro laisse place à une volatilité de plus en plus bidirectionnelle, comme on avait pu l'observer dès l'annonce, en 2013, de la fin du QE de la Fed.

A l'instar des Etats-Unis en 2012, et au vu des rendements réels allemands proches de leurs plus bas historiques, nous tablons sur une transition au sein de la zone euro dans les années à venir, à savoir un abandon de la politique du «whatever it takes» du président de la BCE, M. Draghi, qui donnera lieu à une normalisation de l'environnement des taux d'intérêt réels.

Normalisation des rendements réels allemands: vers une hausse de la volatilité des taux d'intérêt



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

Un tel changement de régime suggère que les obligations gouvernementales, mais aussi – à en juger par les bas niveaux de spreads – les marchés du crédit de la zone euro pourraient à l'avenir voir le «coupon plus» qui caractérisait les performances de ces classes d'actifs laisser place à des profils de performance de type «coupon moins».

Compte tenu des rendements historiquement bas observés sur le marché, et du renforcement des perspectives de volatilité accrue par rapport à ces dernières années, nous pensons que le profil de risque/rendement défavorable qui pèse sur les marchés obligataires en USD pourrait à terme se propager aux marchés obligataires en EUR.

Les marchés obligataires émergents – avec des spreads toujours proches de leur moyenne historique – sont les rares marchés à présenter des profils de rendement relativement attractifs en comparaison de l'univers des obligations au sens large, et ce tant en USD qu'en EUR.

Bien que les obligations indexées sur l'inflation valorisent de plus en plus un scénario d'inflation davantage normalisé – et avec un marché obligataire qui, dans son ensemble, apparaît cher même dans un scénario économique favorable –, le potentiel de valeur relative offert par les stratégies en obligations indexées sur l'inflation et couvertes en termes de duration (sensibilité aux taux d'intérêt) reste intact.

Dans ce contexte, nous préférons une gestion active pour pouvoir capitaliser sur la hausse attendue de la volatilité des taux d'intérêt, au travers de stratégies obligataires non directionnelles.

STRATÉGIES ALTERNATIVES

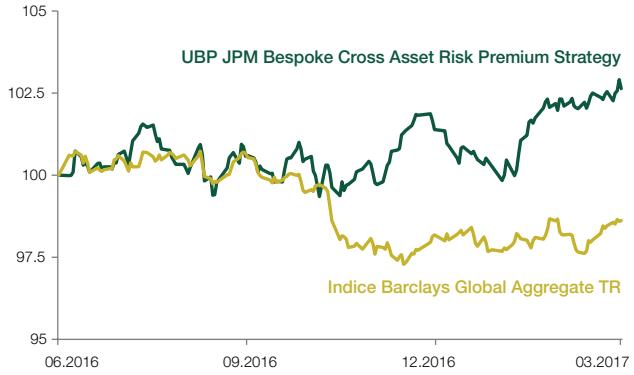
Se protéger face à la hausse des taux d'intérêt et à la volatilité des actions

Les stratégies alternatives, qui viennent compléter notre approche obligataire active et non directionnelle, devraient selon nous reprendre en partie le rôle joué historiquement par les stratégies obligataires au sein des portefeuilles, offrant ainsi une protection face à la montée de la volatilité sur les marchés.

Cependant, au vu de l'environnement à venir, il est fort probable que les investisseurs soient confrontés à une hausse de la volatilité non seulement sur les marchés actions traditionnels, mais également (comme évoqué plus haut) de plus en plus sur les marchés obligataires en USD et EUR.

En conséquence, nous considérons les stratégies centrées sur les primes de risque comme des instruments d'investissement toujours plus importants, étant donné les risques désormais bidirectionnels auxquels les stratégies obligataires classiques seront prochainement confrontées.

Stratégies centrées sur les primes de risque: protéger les portefeuilles face à la montée de la volatilité sur les taux d'intérêt



Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

De plus, au regard des valorisations élevées observées au sein de nombreuses classes d'actifs, nous estimons que les stratégies de type «market neutral» devraient offrir une protection intéressante contre les accès de volatilité à venir.

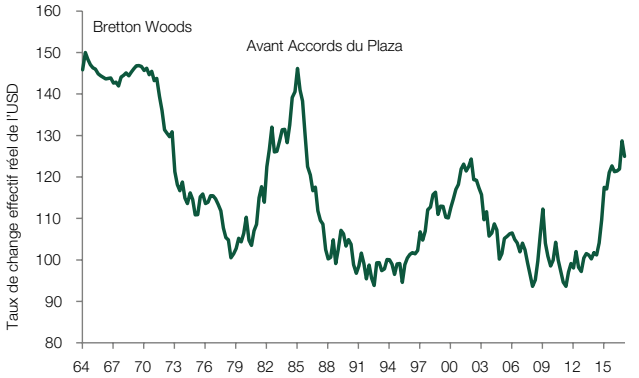
En ce qui concerne l'or, vu sa bonne tenue sur 2017, la thèse fondamentale en faveur du métal jaune est désormais moins avantageuse que vers la fin 2016, ce qui nécessite vraisemblablement une approche plus tactique. Toutefois, nous considérons que l'or reste une protection raisonnablement valorisée face aux incertitudes géopolitiques qui prévalent actuellement, et ce dans un contexte où l'incertitude politique en Europe laisse désormais place à une instabilité politique, après les revers cinglants subis par le nouveau président américain pour faire passer de nouvelles lois durant les 100 premiers jours de son mandat, et plus récemment, les problématiques rencontrées en matière de politique extérieure, notamment en Syrie et en Corée du Nord.

MARCHÉ DES CHANGES

Une appréciation de l'USD face à un nombre plus limité de monnaies

La tendance haussière de l'USD, qui est en place depuis 2011, est de plus en plus mature et semble toucher à sa fin. En effet, si l'on se base sur les taux de change effectifs réels, il s'avère que les deux seules périodes où l'USD s'est trouvé au-dessus de son niveau actuel sont celle du système de Bretton Woods (instauré à la fin de la Seconde Guerre mondiale) et celle du début des années 1980, qui a donné lieu aux Accords du Plaza (1985), visant à faire baisser le billet vert face au yen et au deutsche mark.

USD: une tendance haussière qui arrive à maturité



Source: Banque des Règlements Internationaux

Par conséquent, même si nous ne nous attendons pas à une nouvelle appréciation de l'USD dans les mois à venir, nous pensons que ce mouvement, s'il devait avoir lieu, pourrait intervenir face à un nombre de devises très limité par rapport à ces dernières années.

Plus spécifiquement, l'appréciation de l'USD face à l'EUR et, dans une moindre mesure, face au CHF, devrait, selon nous, prendre fin prochainement. En effet, d'après notre scénario, la BCE est bientôt prête à ajuster sa communication, avant de mettre en place un «tapering».

En conséquence, en ce qui concerne nos stratégies en EUR et en CHF, nous recherchons des opportunités pour clôturer notre biais «long» sur l'USD au sein des portefeuilles. Cependant, étant donné que la paire EUR/USD semble déjà anticiper un «tapering» de la part de la BCE, et vu que le positionnement «short» des spéculateurs est proche des plus bas jamais enregistrés depuis la crise en zone euro, nous estimons que les positions «short» sur l'EUR/USD constituent toujours une couverture intéressante face à l'issue incertaine des élections en France.

S'agissant du JPY, nous nous attendons à ce que la banque centrale du Japon (BoJ) maintienne son ancrage sur les taux à long terme alors que la Fed devrait continuer à resserrer sa politique à l'avenir. Dans ce contexte, nous prévoyons donc une inversion de la tendance sur le yen, l'appréciation observée depuis le début de l'année laissant ainsi place à une nouvelle phase de dépréciation de la monnaie.

Par ailleurs, la faiblesse durable de la paire GBP/USD observée depuis 2014 devrait laisser place à des épisodes de volatilité, à l'heure où le Royaume-Uni entame des négociations plus directes sur sa sortie de l'Union européenne (UE). Néanmoins, étant donné que la GBP avoisine aujourd'hui ses niveaux les plus bas depuis l'après-guerre sur la base des taux de change effectifs réels, nous pensons que la paire GBP/USD devrait se construire un plancher de long terme à mesure que les nouvelles se feront plus précises sur l'accord final entre le Royaume-Uni et l'UE.

Auteurs

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

michael.lok@ubp.ch

Norman Villamin
Chief Investment Officer (CIO)
Private Banking

norman.villamin@ubp.ch

Patrice Gautry
Chef économiste

patrice.gautry@ubp.ch

Informations importantes

Le présent document est fourni uniquement à titre d'information et ne saurait constituer une offre ou une recommandation pour effectuer une transaction financière ou conclure un mandat, de quelque nature que ce soit, avec l'Union Bancaire Privée, UBP SA ou une entité du groupe UBP (ci-après l'«UBP»). Le présent document ne constitue en aucune manière une offre de titres, d'opérations de change, de solutions d'assurance ou encore de plans de prévoyance. Bien que tous les efforts possibles aient été déployés pour présenter des informations exactes et actualisées, le contenu du présent document est fourni sans garantie, expresse ou implicite, d'aucune sorte et nous déclinons toute responsabilité à cet égard. Les informations figurant dans le présent document ne constituent pas un conseil d'investissement, ni un conseil d'ordre juridique ou fiscal, et ne doivent pas être considérées comme tel.

Le présent document reflète l'opinion de l'UBP à la date de son émission. Il ne résulte en aucun cas d'une analyse financière et, à ce titre, il n'est pas soumis aux dispositions juridiques relatives à l'indépendance de la recherche en investissement. Le présent document n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait interdite, et il ne s'adresse pas aux personnes ou aux entités auxquelles il serait illégal d'adresser un tel document.

Les informations et les analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, l'UBP ne garantit ni l'actualité, ni l'exactitude, ni l'exhaustivité desdites informations et analyses, et n'assume aucune responsabilité quant aux pertes ou dommages susceptibles de résulter de leur utilisation. Toutes les informations et les opinions exprimées, ainsi que les prix indiqués, sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. L'UBP n'est nullement tenue de surveiller, ni de contrôler en permanence la situation décrite dans le présent document, ou encore d'émettre des avertissements sur ladite situation. Les performances passées et/ou les scénarios de marchés financiers n'offrent aucune garantie quant aux résultats actuels ou futurs, et il se peut que le client ne récupère pas le montant initialement investi. En outre, la performance du client peut être réduite en raison des commissions, des frais et d'autres déductions éventuelles.

Les opinions exprimées ne prennent pas en considération la situation, les objectifs ou les besoins spécifiques du client. L'UBP ne garantit en aucun cas l'adéquation ou le caractère approprié, ni la performance future des produits ou services d'investissement décrits ici pour un client particulier, quel qu'il soit. Il appartient à chaque client de se forger sa propre opinion à l'égard de tout titre ou instrument financier mentionné dans le présent document. Il est conseillé au client de vérifier, avant d'effectuer une quelconque transaction ou de conclure un quelconque mandat, si ces produits ou services d'investissement sont adaptés à sa situation personnelle, et d'analyser les risques spécifiques encourus, notamment sur le plan financier, réglementaire, juridique, comptable et fiscal, en recourant le cas échéant à des conseillers professionnels.

Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques qu'il est difficile de quantifier et d'intégrer dans l'évaluation des investissements. De manière générale, les produits à risque élevé, tels que les produits dérivés, les produits structurés ou les placements alternatifs/non traditionnels (hedge funds, private equity, fonds immobiliers, etc.), s'adressent exclusivement à des investisseurs avertis, à même d'en comprendre et d'en assumer les risques. Le client peut notamment être exposé à des risques de devises, dans le cas où un produit ou un investissement sous-jacent du produit est libellé dans une autre devise que celle du pays dans lequel le client réside. Les instruments sont exposés aux fluctuations des devises, et peuvent ainsi voir leur valeur croître ou baisser. Sur demande, l'UBP se tient à la disposition des clients pour leur fournir des informations plus détaillées sur les risques associés à des placements spécifiques.

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'Union Bancaire Privée, UBP SA est agréée et réglementée, en Suisse, par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Union Bancaire Privée, UBP SA | Siège social
Rue du Rhône 96-98 | CP 1320 | 1211 Genève 1, Suisse
ubp@ubp.com | www.ubp.com

Signatory of: PRI Principles for Responsible Investment