



THE DRIVE YOU DEMAND

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

2^e trimestre 2016



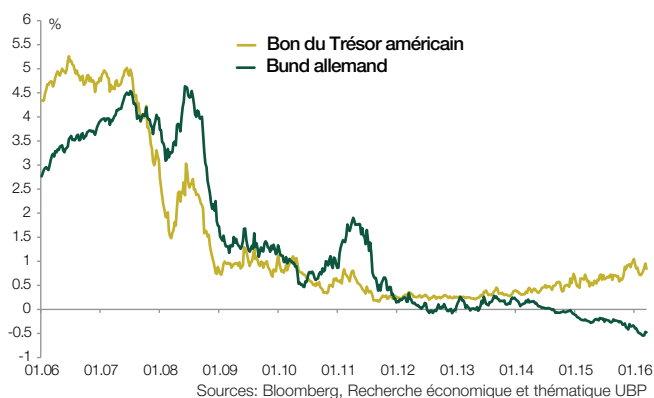
UNION BANCAIRE PRIVÉE

Des banques centrales plus agressives mais pas plus crédibles

Les marchés actions ont rebondi de plus de 15% depuis leurs plus bas de février, mais les signes de tensions perdurent alors que les perspectives mondiales ont été révisées à la baisse. Huit ans après la crise financière, les marchés et les économies restent fortement dépendants des politiques monétaires.

La baisse des taux et les injections de liquidités avaient relancé l'économie américaine après 2008, mais les mêmes mesures adoptées en Europe et au Japon peinent à faire décoller l'activité de manière durable. La Banque centrale européenne et la Banque centrale du Japon ont ainsi opté pour des actions de plus en plus non orthodoxes, ayant recours aux taux d'intérêt négatifs et aux achats d'obligations privées non financières. Certains banquiers centraux de la zone euro ne rejettent même plus l'idée de distribuer directement des billets de banque aux ménages, dans l'espoir de relancer ainsi l'inflation.

Rendements des obligations gouvernementales américaines et allemandes à 2 ans



Cette proposition, contraire à leur statut et qui peut paraître hérétique au regard de la théorie monétaire, traduit la limite de l'efficacité des seules politiques monétaires et risque de détruire la confiance envers la monnaie, sans pour autant doper l'activité. Si les décisions des banques centrales rassurent les marchés à court terme en achetant du temps, elles n'apportent plus de solutions durablement efficaces et leur crédibilité est menacée à moyen terme.

Même avec des taux d'intérêt très bas, le fardeau de la dette reste encore trop lourd et obère la reprise des pays développés. Pour ces derniers, la croissance est désormais attendue en dessous de 2% en 2016, malgré les soutiens répétés des banques centrales. Par ailleurs, les politiques budgétaires ne sont pas en mode expansionniste et ne peuvent soutenir la demande finale. Cependant, la récession et la déflation généralisée devraient être évitées.

Un nouveau régime se dessine sur les marchés financiers, moins favorable aux actionnaires

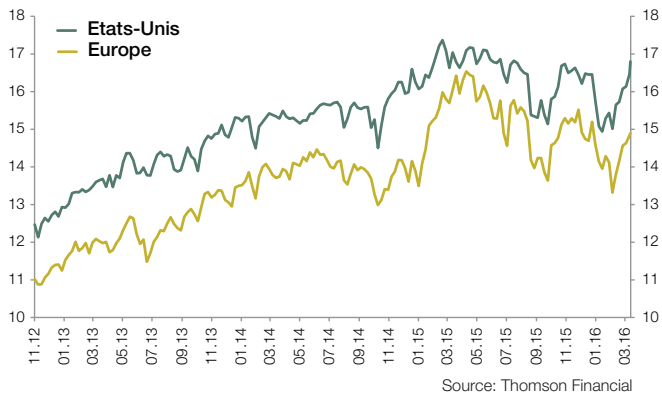
En dépit du rebond, des signes de fragilité demeurent sur les marchés financiers. Les courbes de taux se sont aplaties sous l'effet de l'action des banques centrales, et les anticipations d'inflation sont toujours très faibles. La baisse des rendements des actifs et l'instauration de taux d'intérêt négatifs pénalisent la rentabilité des banques, surtout dans les pays «cœurs» de la zone euro. Alors que les dépôts courants sont menacés d'être taxés, les banques européennes ne se ruent pas vers l'activité de crédit, du fait notamment de la persistance des contraintes en capital qui pèsent sur leur bilan. Les investisseurs sont obligés de reconsidérer les perspectives de rentabilité des banques à moyen terme en tenant compte des probables appels au marché. Même si M. Draghi s'est voulu confiant sur ce sujet, l'amélioration du bilan des banques européennes n'est pas terminée, et les prêts non performants – héritage de l'engouement passé pour le crédit – restent un frein pour le secteur bancaire, notamment en Italie. La relance monétaire devient une arme à double tranchant qui utilise les banques comme courroie de transmission. Cependant, elles n'en bénéficient pas – ou moins – et leur rentabilité reste orientée à la baisse, ce qui ne les encourage pas à prêter.

MSCI AC World: consensus «bottom-up» sur la croissance bénéficiaire à long terme



Compte tenu du poids du secteur bancaire et plus globalement de l'atonie de la croissance nominale, il faut être prêt à revoir à la baisse les perspectives bénéficiaires des entreprises à moyen terme. Dans cet environnement, elles devraient se situer plutôt entre 3% et 5%, soit très en dessous de leur moyenne historique. La baisse des coûts des matières premières, l'évolution modérée des salaires ainsi que la reconstitution progressive du levier financier ces dernières années sont autant de facteurs qui avaient permis de maintenir les marges des sociétés à leurs plus hauts historiques aux États-Unis, tandis qu'elles s'amélioraient aussi en Europe et au Japon. Ces facteurs favorables devraient s'estomper, ce qui devrait peser sur les bénéfices.

**PER sur la base des bénéfices à 12 mois:
Europe et Etats-Unis**



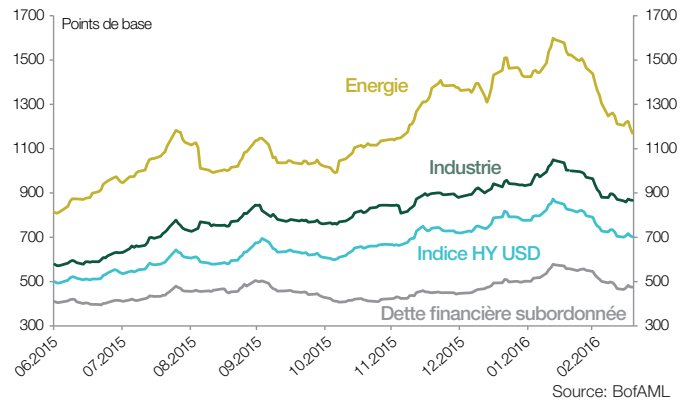
Dans ce contexte, la progression régulière des valorisations observée jusqu'en 2014 ne peut se poursuivre de la même façon. Les révisions à la baisse des bénéfices se sont accentuées début 2016 et, après le rebond des indices, les valorisations sont revenues au-dessus de leur niveau de fin 2015. Les multiples apparaissent élevés au regard des perspectives de croissance bénéficiaire modestes, et ce malgré des taux d'intérêt très bas. Dès lors, le potentiel des marchés actions semble limité, et les phases de rebond et de correction sont appelées à se répéter ces prochains trimestres, avec pour conséquence des pics de volatilité ainsi que la poursuite des rotations géographiques et sectorielles. Il semble donc que le «bull market» qui était en place depuis 2009 arrive à son terme.

Allocation d'actifs: réduire le bêta des portefeuilles diversifiés

Le cycle financier qui se dessine dans ce contexte est moins favorable aux actionnaires qu'il ne l'était sur la période 2010-2014. Les valorisations et les perspectives bénéficiaires incitent à plus de prudence sur les actions et militent en faveur d'une approche qui privilégie les stratégies de portage («carry») au détriment des stratégies de bêta – autrement dit davantage de risque crédit, et moins de risque actions.

Les marchés actions restent ainsi fragiles, et les turbulences peuvent réapparaître en raison de la mollesse de la croissance, du manque de visibilité, d'un calendrier politique très chargé (élections en Espagne, référendum au Royaume-Uni, campagne électorale aux Etats-Unis, menaces terroristes en Europe) et du doute sur l'efficacité des politiques monétaires. De plus, la stabilisation récente des prix du pétrole nous paraît fragile puisque le marché est toujours en situation d'offre excédentaire alors que la demande ne croît qu'à un rythme modéré. Sur les marchés, les sociétés dites «de croissance» sont à la peine dans cet environnement, et un rééquilibrage est progressivement réalisé en faveur des valeurs dites «de substance» au sein des portefeuilles.

Spreads de crédit «high yield» (HY) USD par secteur



Au vu de ces conditions de marché, la recherche de rendement et les stratégies de portage de coupons élevés doivent prévaloir. Le crédit apparaît comme le secteur le plus intéressant, tandis que les obligations gouvernementales ne délivrent qu'un faible coupon, surtout en Europe. Des investissements sur cette dernière classe d'actifs ne sont justifiés qu'à des fins de construction de portefeuille. Les rendements offerts sur les obligations d'entreprises et sur la dette extérieure des pays émergents nous semblent ainsi attractifs. En effet, les spreads sur le crédit s'étaient tendus en février, notamment aux Etats-Unis, à des niveaux exagérés, et la prime de risque est désormais intéressante à capturer compte tenu de l'absence probable de récession outre-Atlantique et avec l'hypothèse d'une stabilisation progressive au sein des pays émergents.

Dans ce contexte, les produits et les actifs qui apportent de la convexité aux portefeuilles diversifiés pourront aussi être privilégiés. La volatilité peut générer des opportunités parmi les secteurs et les sociétés, et certaines stratégies de hedge funds devraient bénéficier de cet environnement de marché ainsi que des rotations entre les thèmes et les secteurs.

Jean-Sylvain Perrig
Chief Investment Officer

Patrice Gautry
Chef économiste

Mars 2016

Mentions légales

Le présent document est une publication marketing; il ne résulte en aucun cas d'une analyse financière et, à ce titre, il n'est pas soumis aux exigences juridiques relatives à l'indépendance de la recherche en investissement. 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»). L'ensemble des informations du présent document sont fournies sans aucune garantie, expresse ou implicite, d'aucune sorte, et nous déclinons toute responsabilité à cet égard. Le présent document reflète l'opinion de l'UBP à la date de son émission. 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. 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 ce 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 émis par l'Union Bancaire Privée, UBP SA, une banque agréée et réglementée en Suisse par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) qui n'est pas soumise à la supervision d'une quelconque autorité de surveillance étrangère. Le présent document n'est pas destiné aux personnes qui, du fait de leur nationalité ou de leur lieu de résidence, ne sont pas autorisées à recevoir de telles informations conformément à la loi en vigueur au plan local. Le présent document ou toute copie dudit document ne peut être envoyé(e) ou transmis(e) dans un pays étranger, excepté dans le cas où il/elle serait conforme avec les lois locales en vigueur.

Union Bancaire Privée, UBP SA

Rue du Rhône 96-98 | CP 1320 | 1211 Genève 1, Suisse
T +41 58 819 21 11 | E ubp@ubp.com | www.ubp.com