

Panorama

Document marketing
Réservé aux clients et
investisseurs professionnels/
qualifiés/institutionnels

Investir en 2019 | UBS Asset Management



Navigating volatile markets

06

Vue
d'ensemble

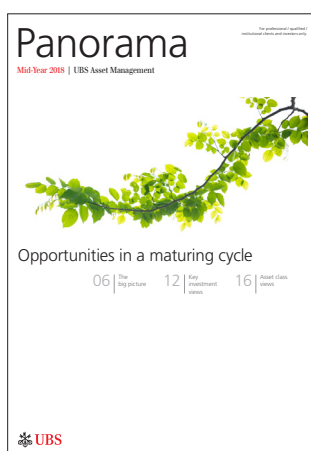
12

Principales opinions
d'investissement

17

Analyse de
l'environnement

Dans cette nouvelle édition de Panorama, nos spécialistes seniors des classes et de l'allocation d'actifs s'expriment sur les défis et les opportunités qui attendent les investisseurs dans l'année à venir. Les pages qui suivent vous proposent différents points de vue reflétant toute l'étendue de nos compétences mondiales, dans le but de vous aider à relever les défis auxquels vous êtes confrontés en matière de placements. Pour de plus amples informations, y compris sur les numéros précédents de Panorama et les chiffres du «Premier semestre 2018: opportunités dans un contexte de maturation du cycle», consultez ubs.com/panorama.



Sommaire

3 Introduction: naviguer en pleine tempête

6 Vue d'ensemble: perspectives en matière de macroéconomie et d'allocation tactique des actifs

12 Principales opinions d'investissement

12 Classes d'actifs traditionnelles

14 Hedge funds multi-gestionnaires

17 Analyse de l'environnement

18 Actions chinoises: amélioration en vue

20 Actions des marchés émergents: toujours un cycle haussier à long terme

22 Actions européennes: accent sur les fondamentaux

24 Obligations: le pouvoir du revenu

26 Obligations des marchés émergents: la volatilité est porteuse d'opportunités

28 Hedge funds à gestionnaire unique: des transactions avantageuses

30 Immobilier, infrastructures et private equity: la résilience des actifs alternatifs persiste

32 Placements systématiques et indiciaires: les temps changent

36 Investissements durables et à impact social: l'importance du traitement des produits

38 Allocation d'actifs stratégique: un nouveau paradigme ASA?

42 A propos des auteurs

Informations sur la publication

«Panorama» est publié deux fois par an par UBS Asset Management
Délai limite de publication: novembre 2018

Rédacteurs en chef

Claire Evans and Dan Heron

Rédacteurs

Sarah Gill and Beth Roberts

Conception

UBS Asset Management
Creative Studio, New York

ubs.com/panorama



Suni Harford
Head of Investments

Naviguer en pleine tempête

Le recul à deux chiffres des actions mondiales au mois d'octobre a donné aux investisseurs la preuve irréfutable, s'il en fallait, que les défis qu'ils vont devoir affronter à l'échelle mondiale à l'approche de l'année 2019 ont augmenté en quantité et en importance. Le stade avancé du cycle, le soutien moindre des politiques monétaires, la plus forte volatilité des marchés d'actions, les guerres commerciales, le Brexit, les risques politiques en Europe et l'augmentation du rendement des obligations sont autant d'éléments qui

constituent à divers degrés des menaces pour les actifs risqués. Si l'on y ajoute la perception d'une plus forte vulnérabilité des marchés émergents (ME) à des moteurs de croissance mondiaux asynchrones et en ralentissement, les coûts de financement en USD plus élevés et un dollar américain plus fort, le dilemme auquel sont confrontés les gestionnaires de l'allocation d'actifs est flagrant.

Au vu de ces nombreux défis, comment les investisseurs devraient-ils aborder l'année prochaine? Dans l'édition de Panorama du premier semestre, nous avons affirmé que les investisseurs devront faire preuve d'inventivité et d'une plus grande précision dans la budgétisation des risques et mettre les bouchées doubles pour améliorer les rendements ajustés du risque, plus qu'ils ne l'ont fait pendant la majeure partie de la période qui a suivi la crise financière. Six mois plus tard, notre vision des choses n'a pas changé.

Comme toujours, des primes de risque réellement diversifiées devraient selon nous rester le fondement des portefeuilles des investisseurs. Et comme le souligne Ryan Primmer, Head of Investment Solutions, dans nos perspectives macroéconomiques, une croissance mondiale supérieure à la tendance, des bénéfices solides des entreprises et des valorisations plus attrayantes seront susceptibles de favoriser des rendements positifs pour les actions mondiales en 2019. De notre point de vue, nous ne sommes pas au bout du cycle haussier des marchés d'actions. Mais, sur une base ajustée du risque, les rendements des actions mondiales devraient être freinés par une volatilité toujours élevée et la réticence compréhensible des investisseurs à payer des ratios record pour ce qui pourrait bien être des rendements record.

Des primes de risque réellement diversifiées devraient selon nous rester le fondement des portefeuilles des investisseurs.

La flexibilité et la souplesse seront vraisemblablement des qualités importantes, alors que les opportunités et les dislocations fluctuent aussi bien entre les classes d'actifs qu'au sein même de ces classes.

Au sein des classes d'actifs traditionnelles, nous insistons sur le fait qu'une dispersion accrue des titres dans l'univers d'investissement des actions et des obligations pourrait aller de pair avec une plus forte volatilité. Cet environnement pourrait par conséquent rester relativement favorable pour les gestionnaires actifs. La flexibilité et la souplesse seront vraisemblablement des qualités importantes, alors que les opportunités et les dislocations fluctuent aussi bien entre les classes d'actifs qu'au sein même de ces classes. Nous continuons donc à recommander de mettre l'accent sur des styles d'investissement actifs et à forte conviction.

Après une année 2018 difficile, les actions chinoises en particulier et pour les actifs des pays émergents en général devraient rester l'une des priorités des investisseurs en 2019 et au-delà. La principale conclusion qui ressort des points de vue de nos équipes des actions

et revenu fixe des ME est que le tableau à moyen ou long terme reste aussi favorable pour les marchés émergents. Nous estimons que certains vents contraires devraient signifier une volatilité persistante des classes d'actifs ME à court terme – mais pour les investisseurs patients, les points d'entrée actuels paraissent attrayants dans une perspective de long terme. Bin Shi, Head of China Equities, explique que les investisseurs n'ont pas encore entièrement réalisé les changements entrepris par les autorités chinoises pour soutenir l'économie et les marchés d'actions, ni reconnu que ces dernières semaines, la Chine a ouvert certains secteurs industriels clés à des sociétés étrangères – un sujet auparavant source de graves dissensions avec les États-Unis.

De notre point de vue, les pronostics pour les placements alternatifs restent également convaincantes dans l'environnement de marché actuel. Dans les prochaines pages, nous allons présenter plus en détail les perspectives qu'offrent les marchés de l'immobilier, du private equity et des infrastructures. Parce qu'ils présentent davantage de flexibilité et la faculté de réduire et neutraliser le bêta du marché, la raison de s'exposer de manière sélective aux hedge funds est une extension logique des titres pour les mandats actifs, long-only et à forte conviction. Bruce Amlicke, CIO of UBS Hedge Fund Solutions, explique ce qu'il voit comme un environnement poten-

tiellement très favorable pour un grand nombre de stratégies de hedge funds.

Après une année caractérisée par des opérations de très grande envergure, nous voyons évoluer les opportunités au sein de l'univers des arbitrages sur fusions. Notre équipe d'arbitrage des fusions souligne les faibles opportunités bêta pour les gestionnaires chevronnés dues aux incertitudes géopolitiques et réglementaires.

Devant l'étendue des perspectives d'investissement à moyen terme dans les classes d'actifs traditionnelles et alternatives, la présente édition de Panorama, «Investir en 2019», est dédiée à une thématique structurelle toujours plus importante: le développement durable. En tant que leader mondial du domaine, les facteurs de durabilité font chez nous partie intégrante du processus d'investissement dans diverses classes d'actifs, en suivant des approches aussi bien actives que passives. Nous saisissons cette opportunité pour souligner le potentiel d'innova-

tion dans des stratégies boursières basées sur des règles et prenant en compte le bilan carbone et, parallèlement, le rôle essentiel que peuvent jouer le traitement des produits et l'engagement actif des entreprises en faveur d'objectifs d'investissement durables. Comme l'explique clairement notre équipe d'investissement durable et à impact social, les moteurs de performance des entreprises à long terme coïncident largement avec les questions de durabilité en général et de traitement des produits en particulier. Le lien entre un engagement actif des entreprises et les indicateurs financiers à long terme ne peut être à notre avis être de l'ordre de la coïncidence. C'est également un rappel opportun des avantages de se concentrer sur des moteurs de rendement à long terme, même lorsque les défis à court et moyen terme pour les actifs risqués font les gros titres de l'actualité.

Nous nous réjouissons de poursuivre le partenariat avec nos clients pour l'année à venir.

Nous considérons que les perspectives pour les placements alternatifs restent convaincantes dans l'environnement de marché actuel.

Vue d'ensemble

Perspectives en matière de macroéconomie et d'allocation tactique des actifs



Evan Brown
Head of Macro Asset
Allocation Strategy



Dan Heron
Senior Investment
Strategist



Ryan Primmer
Head of Investment
Solutions

Dans l'édition de Panorama du premier semestre, nous avons indiqué que le rythme d'accélération de l'économie globale avait faibli et que les taux de croissance par pays et région étaient devenus plus différenciés et moins synchronisés.

Ces tendances se sont largement poursuivies ces derniers mois, avec la relative vigueur des États-Unis qui accroît les inquiétudes des investisseurs quant à la vulnérabilité des économies émergentes avec leurs déficits élevés de la balance courante, les perspectives de croissance de la Chine revues à la baisse avec l'augmentation des tensions commerciales et les perspectives de croissance économique des pays industrialisés en dehors des États-Unis. Durant ce temps, avec le gouvernement populiste italien en délicatesse avec les autorités européennes sur la question des dépenses budgétaires et l'incertitude liée aux négociations sur le Brexit, les risques géopolitiques en Europe sont à nouveau sur le devant de la scène qu'ils devraient occuper encore en 2019.

L'augmentation des tarifs douaniers, la hausse des rendements obligataires, les incertitudes politiques et les risques géopolitiques accrus soulèvent à juste

titre des inquiétudes quant à l'évolution du PIB mondial en 2019. Mais sans un revirement plus significatif des attentes sur l'une de ces questions, nous nous attendons à un impact combiné plutôt modéré. La croissance mondiale en 2019 devrait par conséquent rester relativement solide et bien en deçà des tendances de croissance à long terme, du moins pour la première moitié de l'année. En effet, nous nous attendons pour les moteurs de croissance mondiaux à une resynchronisation potentielle au début 2019, avec la répercussion sur la demande des récentes impulsions du gouvernement chinois et l'impact plus faible de la relance budgétaire aux États-Unis.

Dans ce pays, si la Réserve fédérale (Fed) augmente actuellement ses taux d'intérêt à court terme, elle le fait d'une manière relativement progressive et en tenant compte des données précédentes. Les taux directeurs restent à des



niveaux historiquement faibles. D'une manière générale, les conditions aux États-Unis semblent loin d'être restrictives et susceptibles de continuer à soutenir la croissance. La consommation reste dopée par des marchés du travail très solides, une augmentation des salaires qui s'accélère et des taux d'épargne prudents qui laissent une certaine marge vers le bas sans être source de préoccupations excessives. L'investissement en capitaux, actuellement solide, devrait être stimulé encore par la croissance des bénéfices et les récentes incitations fiscales. L'ampleur de la demande en la matière suggère que le cycle pourrait s'étendre au-delà des attentes actuelles de nombreux économistes, même si le rythme de croissance s'atténue en 2019 avec la diminution des effets du programme de relance.

En dehors des États-Unis, la politique monétaire de la Banque centrale européenne et de la Banque du Japon reste clairement incitative par rapport à la demande. Pour les deux régions, les données économiques depuis le début de l'année sont décevantes. Nous entrevoyons toutefois un potentiel d'accélération plus tard dans l'année - surtout en raison d'une consommation en hausse

La croissance mondiale en 2019 devrait par conséquent rester relativement solide et bien en deçà des tendances de croissance à long terme du moins pour la première moitié de l'année.

liée à l'augmentation des salaires. Au Japon, la poursuite des «Abenomics» et du soutien à l'économie par le biais de réformes structurelles, une politique monétaire souple et des mesures de relance fiscale pour compenser l'augmentation de la TVA prévue pour octobre 2019 paraissent probables à la suite de la victoire du premier ministre Shinzo Abe aux élections internes de son parti.

En Europe, la croissance de la consommation semble relativement bien soutenue par des marchés du travail robustes. Nous nous attendons à voir décoller les opportunités d'investissement et voyons les principales menaces à la croissance dans les incertitudes politiques en Italie, la perspective d'un Brexit dur et un ralentissement des transactions mondiales. Les élections parlementaires européennes devraient

déboucher sur une importante avancée des partis populistes. Le durcissement des conditions monétaires dans les deux régions devrait s'opérer sur une période plus longue encore que nous ne l'envisageons.

Sur les marchés émergents, les contextes varient fortement. De notre point de vue, la question des moteurs démographiques structurels est loin d'être réglée et continue à soutenir le potentiel de croissance à long terme qui est par ailleurs largement supérieur à celui des pays industrialisés. Au vu de l'amélioration des fondamentaux depuis le «taper tantrum» de 2013, les craintes d'une crise globale des marchés émergents, nées au mois d'août avec la forte dépréciation de la lire turque, nous semblent exagérées.



Toutefois, le dollar américain plus fort, les coûts de financement en USD plus élevés et le ralentissement des échanges mondiaux sont autant d'éléments susceptibles de provoquer un ralentissement des marchés émergents à court et moyen terme – en particulier pour les pays accusant un déficit significatif de la balance courante et présentant une dépendance face aux financements externes et des réserves de change limitées, telles que l'Argentine, la Colombie ou l'Afrique du sud. Un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis ainsi qu'un dollar américain plus fort placent certaines banques centrales ME devant un dilemme: aligner leur politique monétaire sur celle des États-Unis ou permettre aux devises de s'affaiblir pour faire augmenter le coût des importations et pousser ainsi l'inflation vers le haut. Les économies asiatiques ont connu un frein supplémentaire à leur croissance en raison de l'augmentation des prix du pétrole et leur exposition significative à l'économie chinoise et son ralentissement.

Les dernières données en provenance de la deuxième économie mondiale ont été décevantes en raison des efforts du gouvernement de réduire la pollution, des excédents de capacité, du fort niveau d'endettement, de l'allocation inefficace des capitaux et des risques pour le secteur financier qui se poursuivent à un rythme inchangé. Mais les autorités chinoises ont aussi répondu aux menaces sur la croissance qui en découlent par une série de mesures fiscales, monétaires et réglementaires.

**Nous prévoyons
une augmentation
de l'inflation
mondiale sous-
jacente en 2019.**

Cette approche politique plus mesurée prouve que la Chine a appris de ses erreurs passées et qu'elle est capable de trouver l'équilibre indéniablement difficile entre une croissance à court terme et une stabilité financière à long terme. Alors qu'il est probable qu'il faille d'autres mesures pour soutenir la demande chinoise, nous ne nous attendons pas à ce que les autorités entreprennent à nouveau le type d'incitations à la relance inefficaces qui ont au moins partiellement engendré les récents cycles d'expansion-récession.

Nous sommes convaincus que l'inflation mondiale sous-jacente devrait augmenter en 2019, entraînée par les États-Unis, car les écarts de production se réduisent, le coût en hausse des intrants – y compris celui du pétrole – est répercuté sur les consommateurs et les salaires augmentent dans les pays développés. Le nationalisme économique, la démondialisation et le protectionnisme continuent à alimenter la menace d'une hausse mondiale des prix.

Dans ce contexte de croissance mondiale au-dessus de la tendance et de pressions inflationnistes globalement limitées, nous restons positifs quant aux perspectives des actions mondiales en 2019.

Nous n'envisageons toutefois pas de mouvement brutal à la hausse de l'inflation en raison des forces structurellement déflationnistes actuellement en place. Nous nous attendons à ce que les avancées technologiques, le boom du commerce en ligne et la transparence des prix qui y est liée, le vieillissement de la population et les taux neutres faibles dans les pays industrialisés continuent de freiner la hausse du rendement nominal des obligations et de l'inflation.

Dans ce contexte de croissance mondiale supérieure à la tendance et de pressions inflationnistes globalement limitées, nous restons positifs quant à l'évolution des actions mondiales en 2019. Nous estimons exagérées les craintes d'un resserrement monétaire aux États-Unis et d'une hausse des rendements des emprunts obligataires américains. L'analyse historique montre que les actions souffrent lorsque les rendements réels à 10 ans s'approchent de la croissance réelle du PIB. Nous n'en sommes toutefois pas encore là. Les

valorisations des actions mondiales étant désormais – sur la base des mesures traditionnelles fondées sur les bénéfices – globalement en dessous de la moyenne et attrayantes comparées aux emprunts d'État ou aux obligations d'entreprise «investment grade», nous restons confiants que le marché des actions haussier a encore une marge de progression.

Des F&A en augmentation et de nouvelles distributions des dividendes aux actionnaires devraient aussi rester des facteurs de soutien clés pour les actions américaines ces prochains mois.

Nous nous attendons à ce que 2019 offre aux investisseurs un riche éventail d'opportunités d'allocation d'actifs.

Néanmoins, les rendements des actions devraient rester modestes sur une base ajustée du risque. Tandis que le cycle prend de la maturité, l'éventail des possibilités en termes de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt s'élargit de plus en plus. Nous estimons que ce niveau d'incertitudes croissant aura pour conséquence une hausse de la volatilité globale pour toutes les classes d'actifs.

La force persistante du dollar américain ainsi que le retrait progressif des liquidités de la banque centrale sont d'autres facteurs qui pourraient accroître encore la volatilité. Finalement, l'accentuation des risques géopolitiques, avec notamment le protectionnisme en matière d'échanges commerciaux, le Brexit et les querelles autour du budget italien devraient continuer à influencer les marchés mondiaux et à accroître la volatilité pour les actifs risqués. Alors que certaines de ces questions sont susceptibles d'être résolues dans un avenir relativement proche, nous voyons dans la croissance globale des nationalismes économiques un reflet des tendances structurelles qui ne devraient pas s'inverser de si tôt.

Les marchés émergents paraissent de plus en plus attrayants du point de vue des valorisations par rapport aux données historiques et à leurs homologues internationaux.

À un niveau régional, les marchés boursiers américains semblent plus chers que leurs équivalents internationaux. Mais ils sont soutenus par de bonnes perspectives en termes d'économie et de bénéfices. Parce qu'ils sont moins dépendants du commerce international, les États-Unis paraissent moins vulnérables que d'autres marchés aux impacts des tarifs douaniers. Des F&A en augmentation et de nouvelles distributions des dividendes aux actionnaires devraient aussi rester des facteurs de soutien clés pour les actions américaines ces prochains mois.

Les marchés émergents paraissent de plus en plus attrayants du point de vue des valorisations par rapport aux données historiques et à leurs homologues internationaux. C'est cependant la volatilité qui devrait marquer le court terme, dans la perspective du renforcement du dollar américain et d'une aggravation de la guerre commerciale. Dans un autre registre, nous avons regagné confiance dans les actions japonaises ces derniers mois. Les réformes structurelles en cours encouragent des notations favorables, tandis que l'impulsion économique suggère de meilleures perspectives en termes de bénéfice que la tendance qui règne actuellement sur les marchés.

Les actions chinoises restent vulnérables à court-terme à toute escalade du conflit commercial avec les États-Unis. Toutefois, après les récentes déconvenues, un ralentissement graduel de l'économie est déjà pris en compte et les autorités chinoises se montrent désireuses de renforcer les liquidités pour atténuer les effets de la transition économique en cours. À plus long terme, nous entretenons la libéralisation des marchés de capitaux chinois et les soumissions techniques qui en résultent comme un puissant catalyseur pour une augmenta-

tion des prix. L'intégration d'actions onshore chinoises et d'obligations locales dans des indices de référence largement suivis au niveau mondial marque une étape significative dans cette direction.

Nous demeurons sous-évalués en titres globaux à revenu fixe émis par des États souverains, mais neutres en matière de bonds du Trésor américain. Ces derniers offrent selon nous un rendement relativement attrayant et une protection contre une éventuelle fuite vers des valeurs plus sûres. Dans les titres américains à haut rendement, les taux de défaillance actuels sont historiquement faibles, ce qui devrait rester le cas au vu de la situation économique relativement favorable. Néanmoins, nous ne considérons pas le profil risque/rendement comme suffisamment convaincant et, dans le contexte actuel des portefeuilles, nous estimons que la sous-pondération des titres à haut rendement n'est pas une protection effective contre notre choix de surpondération des actions mondiales. Au niveau du crédit, les rendements réels des marchés émergents atteignent des niveaux historiquement hauts et semblent attrayants pour les investisseurs dont l'horizon de placement est à long terme. Mais, comme pour leurs équivalents boursiers, le court terme risque d'être chaotique.

Au vu du nombre important de questions macroéconomiques d'envergure susceptibles d'influencer les marchés, nous nous attendons à ce que 2019 offre aux investisseurs un large panel de perspectives d'allocation stratégique des actifs.



Principales opinions d'investissement

Modification des allocations 4T 2018 – Q4 2018

Classes d'actifs traditionnelles

Evan Brown, Head of Macro Asset Allocation Strategy, **Dan Heron**, Senior Investment Strategist and **Ryan Primmer**, Head of Investment Solutions

Ces six derniers mois, notre vision globale des perspectives tactiques pour les principales primes de risque reste largement inchangée. Dans un contexte de croissance économique globale modérée mais néanmoins supérieure à la tendance et de bénéfices d'entreprises généralement solides, nous gardons une image globalement positive des actions mondiales. Entretemps, avec les pressions inflationnistes qui augmentent graduellement, nous restons pessimistes quant aux durations courtes des pays industrialisés.

Dans l'univers d'investissement des principales classes d'actifs, les changements dans nos expositions régionales ou nos pays privilégiés ont été plus subtils que significatifs. Pour ce qui est des actions, la principale modification a été une baisse à neutre de la cote pour nos attentes en matière d'actions de la zone euro. Même si leur évaluation reste attractive, nous estimons que la résurgence de risques géopolitiques plus importants liés au Brexit ou au gouvernement populiste italien est susceptible de limiter la marge vers le haut à court terme.

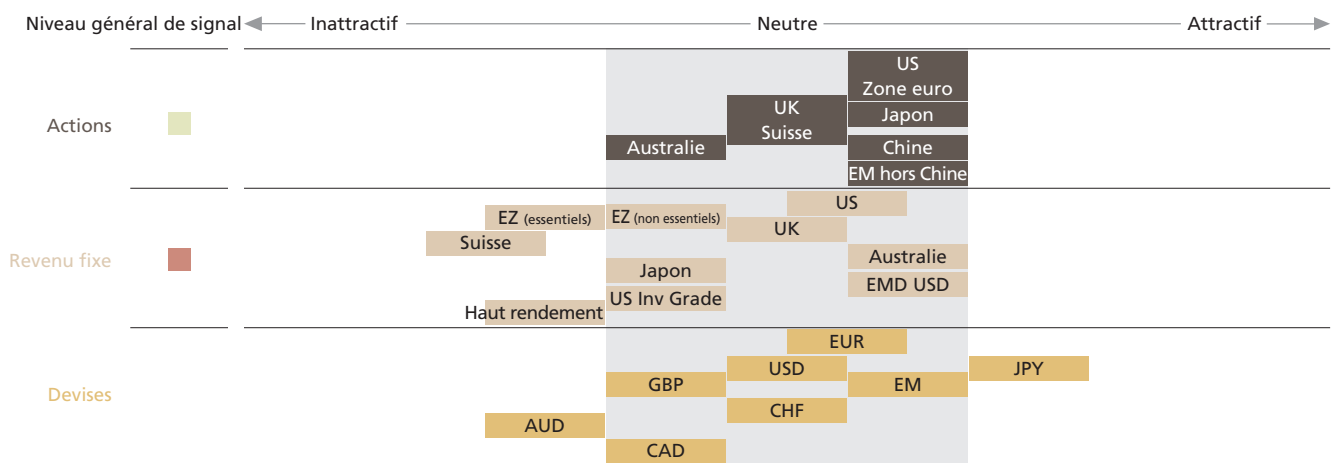
Quant aux titres à revenu fixe, nous avons élargi notre univers pour y inclure une position autonome dans une classe d'actifs spécifique qui pourrait prendre une importance significative au cours de l'année 2019, à savoir les obligations chinoises.

Même s'il est souvent méconnu de bien des investisseurs institutionnels, le marché obligataire chinois est déjà l'un des trois principaux marchés à revenu fixe dans le monde – et en passe de devenir le second. Les atouts sont évidents. Ces obligations affichent les rendements nominaux les plus importants parmi les marchés à revenu fixe du monde et ont même dégagé les rendements ajustés du risque les plus importants pour cette catégorie dans les dernières 5 et 10 années. Le ralentissement économique et l'intégration d'obligations chinoises locales à un grand nombre d'indices mondiaux clés devraient continuer à pousser la demande vers le haut et donc les rendements vers le bas dans le courant de l'année prochaine.

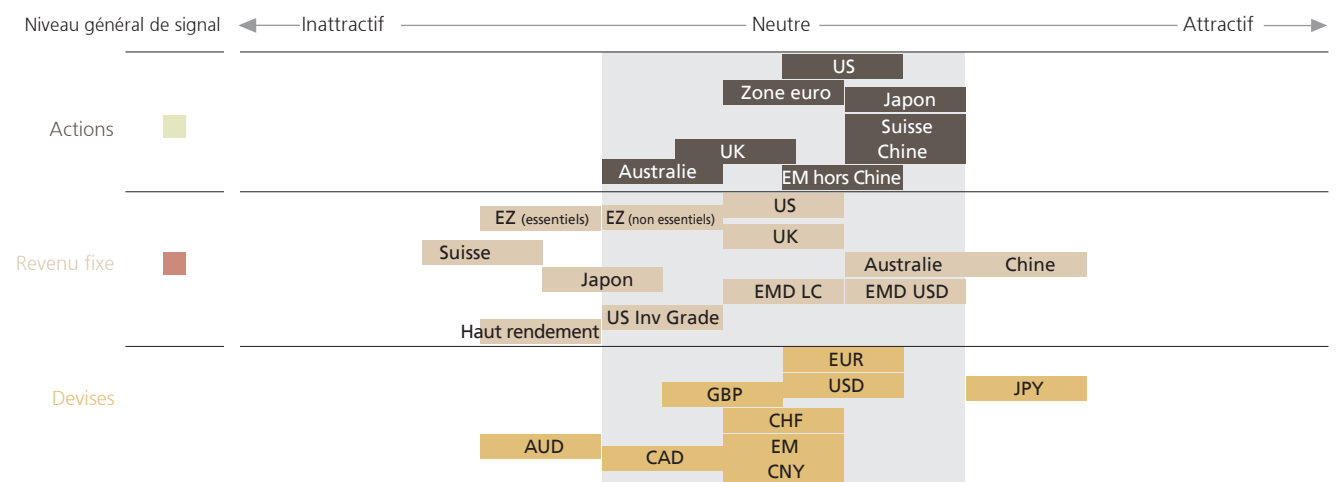
Au sein des marchés des devises, nous nous attendons au cours de l'année 2019 à un afflux de capitaux des États-Unis vers les économies à un stade plus avancé du cycle, avant tout parce que le dollar américain reste relativement cher sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux. Ailleurs, nous percevons toujours un fort soutien en faveur de la valorisation du JPY qui offre par ailleurs des caractéristiques défensives intéressantes dans un contexte de portefeuille plus large en tant que devise «hors risque».

Signal global =  Positif  Négatif 

Classes d'actifs traditionnelles et monnaies—au 30 juin 2018¹



Classes d'actifs traditionnelles et monnaies—au 31 octobre 2018¹



¹Source: UBS Asset Management's Asset Allocation and Currency team, respectivement au 30 juin et au 31 octobre 2018. Les opinions sont formulées sur la base d'un horizon d'investissement de 12 à 18 mois; ces opinions ne sont pas forcément représentatives du positionnement effectif du portefeuille et sont susceptibles de changer.

Hedge funds multi-gestionnaires

Bruce Amlicke, Chief Investment Officer chez UBS Multi-Manager Solutions

Nous avons précédemment fait état de notre prudence à l'égard du contexte d'investissement au vu du resserrement de la politique monétaire et de la situation géopolitique et ce en dépit d'une économie américaine prospère. La récente volatilité des marchés a confirmé certaines de nos craintes par rapport au fait que le cycle économique se trouve dans les dernières phases de sa productivité. De plus, si nous attendions avec impatience plus tôt dans l'année l'apaisement des tensions géopolitiques (Brexit, guerres commerciales, etc.), il semble que ces sujets continueront de peser sur l'esprit des investisseurs durant l'année 2019.

Indépendamment de la perspective des investisseurs, les marchés se sont comportés de façon plus technique avec les «crowded trades» et les liquidités. Nous continuons à suivre ces événements, avec la récente mise en œuvre d'une réduction systématique de l'exposition aux risques dans l'univers d'investissement des hedge funds en octobre 2018, quand les stratégies quantitatives concernant les instruments à terme et les fonds de risk-parity ont réduit la part d'actions nette. Alors que les ventes ont été de nature technique, les acteurs du marché attendent d'autres nouvelles fondamentales sur les bénéfices des entreprises et leurs données économiques pour, nous l'espérons, rétablir les tendances du cycle économique plus récent.

Malgré les conditions techniques, la situation économique reste solide. Peut-être pour la première fois, les marchés se demandent si certaines poches ne seraient pas trop conséquentes. Les marchés américains ont profité d'une combinaison de données fondamentales fortes, de chiffres de l'emploi robustes (le nombre d'offres d'emploi est désormais supérieur au nombre de personnes à la recherche d'un emploi) et des élans favorables de la politique budgétaire – autant d'éléments qui devraient en théorie doper l'inflation. Des annonces récentes de la Fed indiquent que le taux FOMC final de ce cycle pourrait bien être plus élevé que les 2,75 à 3% dont il était question, ce qui a provoqué un changement d'état d'esprit des investisseurs – et un ajustement des marchés face à des attentes plus élevées en matière de taux d'intérêt. Or c'est cet ajustement, associé à l'impact moindre de la politique

budgétaire en 2019, qui nous fait envisager une réévaluation des perspectives de marché.

Même si elle n'affichent pas la même solidité qu'aux États-Unis, les données économiques se comportent relativement bien en Europe et en Asie. Néanmoins, les hedge funds européens et asiatiques reflètent davantage d'incertitudes, puisqu'elles ont considérablement réduit leur exposition nette par rapport au début de l'année 2018 et même parfois à des niveaux historiquement bas. Les débats sur les tarifs douaniers et la guerre commerciale avec la Chine ont exacerbé les divergences entre les États-Unis et le continent asiatique et il reste un sentiment négatif en Europe par rapport au Brexit et aux propositions budgétaires italiennes. Cela dit, la BCE continuera à rechercher des possibilités de normaliser sa politique monétaire si les chiffres de croissance le permettent, ce qui amplifierait encore nos préoccupations face aux niveaux de liquidité et aux facteurs techniques du marché.

Alors que les conditions de marché continuent à s'ajuster à ces nouvelles données de «fin de cycle», nous avons hâte de voir un ajustement des classes d'actifs et l'arrivée de nouveaux afflux. Ce type d'événements entretient une perspective d'avenir séduisante pour les actifs couverts. Quoique la volatilité des marchés et la réévaluation des risques affectera sans nul doute différemment les stratégies et les régions, nous nous réjouissons de voir les opportunités et la dispersion qu'offriront les marchés à l'univers des hedge funds.

En ce qui concerne les actions couvertes, nous avons assisté globalement à une dynamique soutenue des longues expositions à la croissance des actions en général et des technologies en particulier depuis le début de l'année, même si les désengagements de début octobre ont vu s'inverser en partie ces tendances. Ces derniers trimestres, nous avons effectué un repositionnement avec un bêta inférieur, des gestionnaires tactiques et des spécialistes chevronnés du secteur. Depuis que les gestionnaires réajustent activement leur exposition et leurs positions, nous devrions pouvoir maintenir notre profil actuel de stratégie subordonnée. En Asie, où nous avons transféré une partie de notre exposition en vue d'éviter les crowded

trades aux États-Unis, les gestionnaires ont accru l'alpha tout en réduisant l'exposition brute et nette au vu du sentiment négatif grandissant. À l'avenir, nous pensons que les gestionnaires axés sur l'Asie sont bien placés pour générer une surperformance si les gros titres des journaux se stabilisent.

En matière de crédits/revenus, nous restons fermes dans nos allocations. D'une manière générale, la prime de risque sur les crédits est parfaitement adéquate, raison pour laquelle nous continuerons d'éviter une exposition excessive aux entreprises. Le marché immobilier américain est divisé, à l'image du marché du travail; si les logements bon marché sont rares et les prix bien soutenus, le segment supérieur du marché est sous pression. Nous privilégions toujours les titres adossés à des hypothèques résidentielles, tout en restant ciblés et prudents. Finalement, ces conditions renforcent notre vision positive d'une stratégie de réassurance non corrélée, où nous prévoyons de poursuivre, quoique à un niveau réduit, notre exposition.

La valeur relative profiterait le plus d'une augmentation de la volatilité. Même si les rendements ont été plus modestes durant l'été et que les capitaux ont augmenté dans l'intervalle, nous maintiendrons largement nos allocations obligataires de valeur relative (FIRV) car nous nous attendons à un accroissement de la volatilité de marchés et à des dislocations par rapport à l'activité de la banque centrale. Dans les stratégies d'arbitrage sur fusions, nous avons tendance à être moins optimistes à la suite de certains accords avortés, de la contraction des écarts de crédit et des inquiétudes que soulèvent les mouvements géopolitiques et nationaux. À l'avenir, nous sommes convaincus qu'il reste des opportunités du côté d'un nombre restreint de transactions complexes. Nous maintenons notre exposition dans des gestionnaires de premier ordre dédiés à l'arbitrage sur fusions, mais ajusterons activement notre exposition en réponse aux changements de volatilité du marché et d'écarts cours-prix.

Ailleurs, nous pourrions augmenter notre exposition aux fonds commerciaux pour profiter des avantages de la diversification que propose la stratégie et de sa possibilité d'ajouter à nos

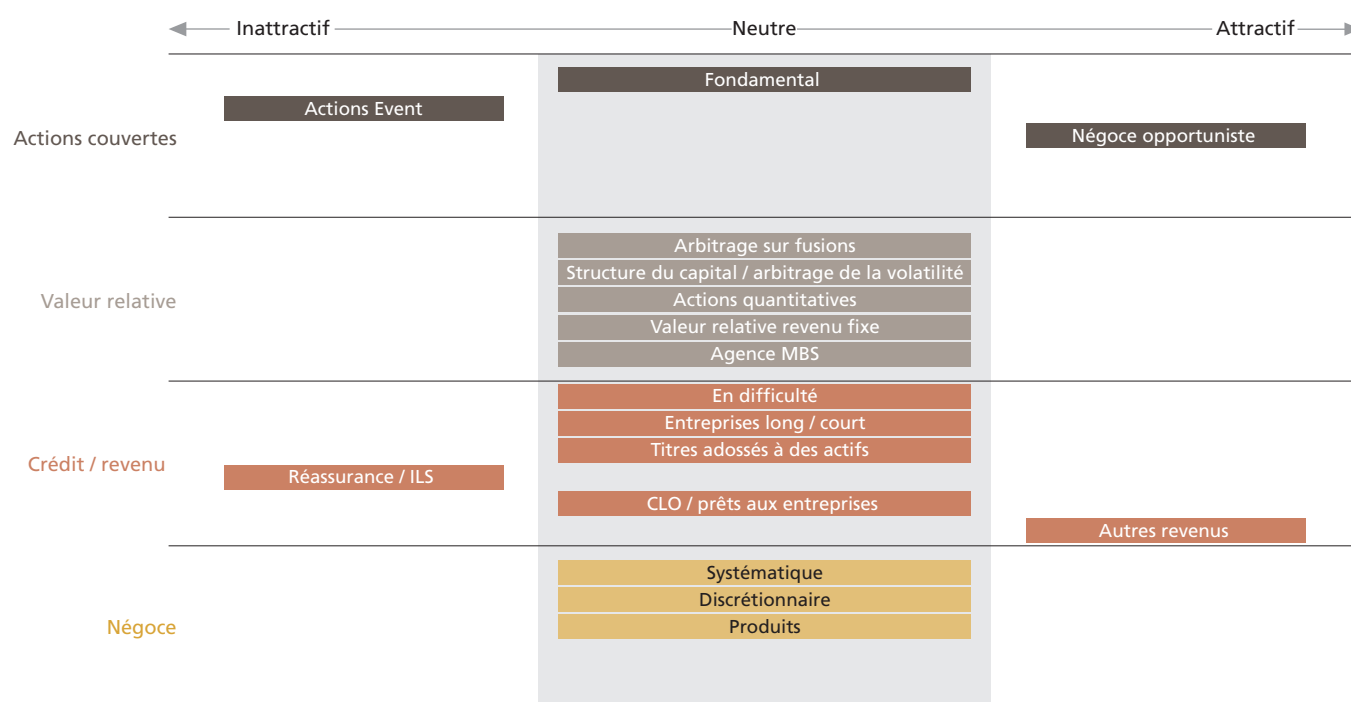
portefeuilles de une convexité à long terme. Il y a toutefois un effet d'entraînement parmi les points de vue des négociants et une inclinaison consensuelle à la relance dans certains portefeuilles: les taux courts américains (et autres MD) et, souvent, les actions à long terme. Le cas des stratégies axées sur les ME s'est clarifié quelque peu après deux trimestres de réduction de l'exposition au risque, même si les approches plus longues ou tributaires du bêta peuvent rester un défi au T4. Nous privilégions donc les gestionnaires tactiques avec une construction de portefeuille solide et une gestion des risques dynamique.

Nous continuons à voir un facteur de consolidation dans l'industrie des hedge funds et la divergence ascendante entre les fonds gagnants et les fonds perdants dans une année où la concurrence en matière d'alpha est féroce. Nous estimons que ce phénomène profitera finalement aux grands allocataires dans les hedge funds tels que Hedge Fund Solutions (HFS) et nos clients. Les gestionnaires les plus importants montent les enchères pour un pool limité de talents, alors que les entreprises plus petites sont balayées du marché. C'est le cas spécialement pour les Quant Equities, où de grandes équipes de recherche et de données sont nécessaires pour une stratégie engagée dans une course aux armements; il en va de même pour les stratégies de valeur relative à revenu fixe, pour lesquelles l'environnement post Volcker ne peut se lancer dans du prop trading et vise des opérateurs moins expérimentés. Heureusement, de nombreuses plateformes boursières à gestionnaires multiples semblent capables avec le temps d'encourager leurs propres analystes de talent. Les mêmes entreprises ont pris l'habitude de restituer du capital aux investisseurs LP – soit les bénéfices de l'année en cours ou des sommes plus importantes, sur une base proportionnelle ou non – afin de préserver leur capacité limitée dans un effort d'accroissement des rendements. Une démarche qui profite aussi au capital de leurs partenaires alignés.

Hedge funds multi-gestionnaires—suite

Stratégies de hedge funds—Perspectives à partir de la situation du 2T 2018²

Signal global = 
Positif   Négatif



² Source: Equipe Hedge fund d'UBS Asset Management, 2T 2018. Les opinions sont formulées sur la base d'un horizon d'investissement de 12 à 18 mois; ces opinions ne sont pas forcément représentatives du positionnement effectif du portefeuille et sont susceptibles de changer.

Analyse de l'environnement



À l'aube de 2019, nos experts de l'industrie évaluent l'environnement de placement mondial. Vous en saurez plus en lisant les pages suivantes sur les défis et les opportunités des différentes classes d'actifs

Secteurs principalement explorés:

Actions chinoises	Actions des marchés émergents	Actions européennes	Revenu fixe	Revenu fixe marchés émergents:	Hedge funds à gestionnaire unique:	Immobilier, infrastructures et private equity	Placements systématiques et indiciels	Investissements durables et à impact social	Allocation d'actifs stratégique
-------------------	-------------------------------	---------------------	-------------	--------------------------------	------------------------------------	---	---------------------------------------	---	---------------------------------

Amélioration en vue

Les efforts répétés du gouvernement pour soutenir l'économie chinoise représentent des opportunités

Bin Shi, Head of China Equities

Alors que 2018 a été une année difficile, nous sommes d'avis que les récentes évolutions politiques constituent un tournant pour les marchés boursiers chinois et que l'environnement actuel présente aux investisseurs une opportunité à ajouter à leurs allocations en actions chinoises.

La politique de la Chine a changé

Nous avons passé à une approche plus prudente du marché plus tôt dans l'année. Cette décision était motivée par la volonté du gouvernement chinois de multiplier les réglementations et de désendetter le pays, mais aussi par le conflit commercial entre la Chine et les États-Unis.

Mais face à une série de déclarations et annonces récentes concernant la politique du pays, nous pensons que l'attitude du gouvernement chinois a fortement changé, rendant plus plausible un compromis sur les questions commerciales entre les deux acteurs. L'annonce récente par BMW de démarches en vue de prendre le contrôle majoritaire de Brilliance Automotive, un constructeur automobile chinois, montre que le gouvernement chinois a ouvert des secteurs clés de l'industrie aux sociétés étrangères, revenant ainsi sur sa position qui consistait à limiter les investissements en Chine, une importante pomme de discorde dans le conflit États-Unis/Chine.

Mais ces changements de politique n'ont pas encore été totalement absorbés par le marché

De plus, le gouvernement chinois est revenu en arrière sur un certain nombre de mesures politiques sévères prises début 2018, telles que des taxes sur la sécurité sociale ou les placements privés en capitaux, montrant ainsi sa volonté d'accroître son soutien à l'économie.

Ces changements de politique interne sont hautement significatifs, car l'attitude précédente du gouvernement, qui avait entamé la confiance des investisseurs, représentait la plus forte influence sur le marché cette année. Comme expliqué précédemment, certains de ces changements laissent préfigurer un apaisement du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine qui a aussi contribué à la volatilité des marchés.

Même si nous avons assisté à un grand nombre d'annonces gouvernementales, nous avons le sentiment que le marché n'a pas encore été entièrement compris ni intégré ce nouveau soutien politique. Nous estimons toutefois qu'il aura un impact positif sur l'état d'esprit des investisseurs en 2019.

Fait notable, le changement d'attitude politique et la perspective d'une résolution des tensions commerciales équivalent à une réduction significative du risque systémique sur les marchés boursiers chinois.

Nous faisons travailler les capitaux

Dans ce contexte, nous avons une attitude plus positive sur les perspectives que présentent les actions chinoises.

Notre niveau de liquidités a augmenté au premier semestre 2018 en raison du scepticisme des investisseurs et de la volatilité accrue sur les marchés, mais nous avons récemment déployé une partie de ces capitaux.

À l'avenir, nous espérons faire travailler davantage nos liquidités, étant d'avis que les niveaux actuels de valorisation sur les marchés boursiers de Chine sont attrayants et présentent de nombreuses opportunités d'investissement.

Faire preuve de discipline et se concentrer sur les gagnants à long terme

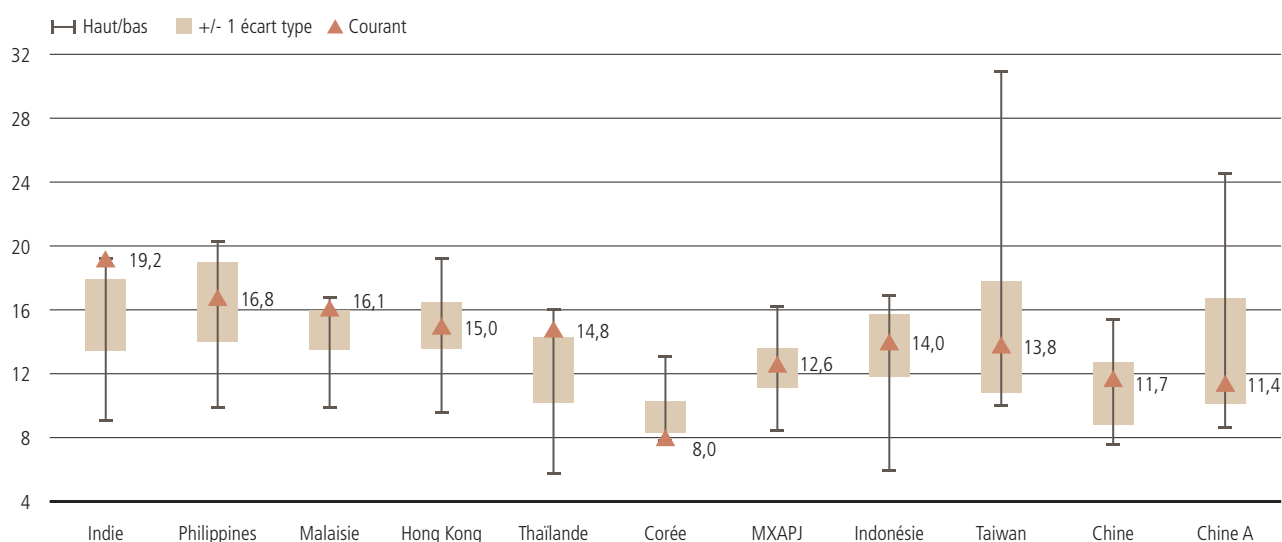
Même si nous nous montrons plus optimistes face aux perspectives du marché et que nous nous adopterons vraisemblablement dans le proche futur une attitude moins défensive au niveau de nos allocations en actions, nous resterons disciplinés au niveau de notre stratégie d'investissement.

Nous continuerons à privilégier les sociétés susceptibles à nos yeux de produire de la croissance à long terme. Nous resterons favorables aux sociétés des secteurs de la «nouvelle économie», comme la consommation, l'informatique ou la santé.

Nous ajouterons probablement des secteurs fortement touchés par les réglementations gouvernementales, tels que les jeux en ligne ou l'éducation, car nous attendons un allègement de certaines de ces règles.

En bref, nous pensons que les investisseurs ont des raisons d'être plus optimistes et, comme nous voyons des perspectives d'amélioration pour ce marché, nous pensons qu'il est propice d'agir pour les investisseurs.

Figure 1: Historique sur 10 ans: ratio cours/bénéfice à 12 mois



Source: FactSet, MSCI, UBS Asset Management, données de fin septembre 2018.

Toujours un cycle haussier à long terme

Après la véritable tempête verticale subie en 2018, de vastes opportunités se présentent désormais pour les actions des marchés émergents

Geoffrey Wong, Head of Emerging Markets and Asia-Pacific Equities

Notre approche positive adoptée depuis 2016 sur les marchés émergents (ME) reposait sur l'écart grandissant en matière de croissance économique entre les ME et les marchés développés, ainsi que sur un cycle favorable aux ME associé à une amélioration des fondamentaux autant à l'échelle des pays qu'au niveau des entreprises. Cet élan était motivé en large partie par une réduction des dépenses d'investissement ces dernières années, ce qui a contribué à rétablir les marges et la rentabilité, à un rééquilibrage continu de la Chine vers les services et la consommation et à des valorisations équitables qui sont maintenant bien plus avantageuses qu'aux États-Unis.

Des conditions financières plus strictes

Au vu de la situation solide de l'économie des pays émergents, les marchés d'actions étaient bien placés jusqu'au début 2018 pour résister à l'augmentation des rendements obligataires aux États-Unis. Mais la vigueur de l'économie américaine, les tensions commerciales croissantes entre les États-Unis et la Chine ainsi que le ralentissement des perspectives de croissance en dehors des États-Unis ont engendré de forts vents contraires pour la performance des actions ME.

Des bons du Trésor américain nettement plus élevés et un dollar fort ont causé un resserrement des conditions financières dans les ME et exercé des pressions nouvelles sur leurs devises. Entretemps et malgré le renforcement du négoce inter-ME ces dernières années, les économies des pays émergents restent plus exposées au commerce mondial que leurs homologues industrialisés.

Cette combinaison de facteurs a causé des problèmes particuliers aux petites économies accusant un important déficit de la balance courante et une dette extérieure élevée, tels que l'Argentine ou la Turquie, et accru les craintes des investisseurs d'une contagion à large échelle au sein de l'univers ME. Cette réaction viscérale et cette nervosité étaient aussi liées à la vision historique de la vulnérabilité des ME. Ces événements ont provoqué une fuite des capitaux des marchés à revenu fixe et des ETF des pays émergents, ce qui a à son tour créé une pression vers le bas sur les devises ME et poussé les taux vers le haut. Ces retraits frappent même les sociétés

dont les fondamentaux sont solides, ce qui nous porte à croire que ce mouvement de panique est exagéré.

Les autorités chinoises veulent adoucir le ralentissement

Tout ces événements ont lieu alors que les efforts de la Chine pour réduire le risque systémique en stabilisant les leviers de financement au sein de son économie créent inévitablement un climat défavorable pour les perspectives de croissance, en particulier en Asie. Mais les autorités chinoises ont décidé, dans un effort pour atténuer le ralentissement économique, d'augmenter leur soutien autant sur le plan monétaire que fiscal – tout en maintenant leur engagement à long terme en faveur du désendettement et des réformes. Ces mesures devraient entraîner une amélioration de la durabilité et de la qualité de la croissance. Nous sommes convaincus que les autorités chinoises peuvent encore actionner de nombreux leviers pour réussir à freiner le ralentissement et éviter un atterrissage brutal.

Les investissements à long terme en Chine restent centrés sur le rééquilibrage de la structure économique vers les services et les opportunités d'investissement qui en découlent pour des secteurs comme le commerce ou les paiements en ligne, les médias sociaux, l'éducation et les assurances. Nous suivons toutefois attentivement la multiplication des interventions réglementaires dans des domaines tels que les services de l'éducation et des jeux qui ont dissuadé récemment les investisseurs.

En dépit des risques à court terme, divers secteurs promettent de belles opportunités.

À l'avenir, les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis ne semblent pas près de se dissiper. De notre point de vue, l'escalade du conflit sino-américain prêterait les chances de reprise de l'économie ME.

Mais alors que les inquiétudes des investisseurs sont compréhensibles au vu des récents événements, le réel impact à court terme sur toutes les EM citées précédemment reste relativement limité en termes de croissance économique et de bénéfices d'entreprises. Dans ce contexte, la réaction des marchés semble avoir été dictée par un brutal changement d'état d'esprit qui a précédé une fuite des capitaux.

Pourtant, l'historique nous indique qu'il s'agit d'une classe d'actifs sujette aux fluctuations à court terme autant au niveau du sentiment des investisseurs que des prix du marché. Nous pensons en partie que cet état d'esprit reflète celui de nombreux investisseurs internationaux, car les actions ME restent une allocation tactique plutôt que stratégique.

Nous estimons que les risques sont largement exclus des valorisations actuelles qui ont chuté de 1,6x sur une base cours-valeur (P/B) à 1,9x en janvier. Les évaluations sont actuellement bien inférieures à la moyenne à long terme de 1,8x P/B. Les devises ME ont aussi subi une correction sensible cette année et nous les estimons sous-évaluées.

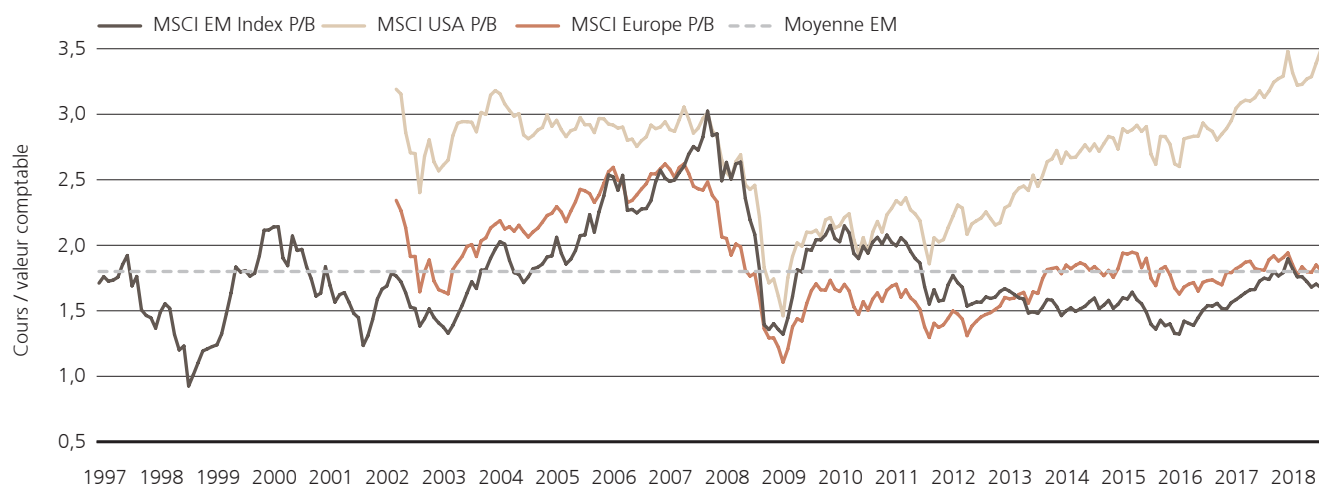
Notre pronostic à moyen et long terme pour les actions ME reste par conséquent inchangé. Les actifs ME semblent valorisés de manière attrayante. En considérant les balances courantes et le niveau de dette extérieure, nous restons d'avis que la plupart des pays émergents sont fondamentalement

sains. En ce qui concerne les entreprises, nous estimons que les perspectives de rentabilité et de croissance des bénéfices restent en général solides.

Notre analyse montre que de belles opportunités existent dans divers secteurs, notamment la consommation, Internet/le commerce électronique et la finance. Par ailleurs, conscients des petites poches de vulnérabilité présentes sur les ME et des risques qui y sont associés, nous sommes très peu exposés à certains segments.

Toutefois, alors qu'il reste des risques à court terme, une combinaison des catalyseurs suivants pourrait infléchir brutalement le sentiment des investisseurs vis-à-vis des ME: toute amélioration du ton adopté par les États-Unis et la Chine en matière de négoce, une diminution des interventions réglementaires en Chine et – peut-être l'aspect le plus important – une stabilisation de la vigueur du dollar américain.

Figure 1: les valorisations ME sont avantageuses



Source: FactSet, MSCI. Données au 30 septembre 2017

Accent sur les fondamentaux

Croissance lente mais positive attendue

Maximilian Anderl, Head of Concentrated Alpha Equity and **Nicole Lim**, Equity Specialist/Analyst

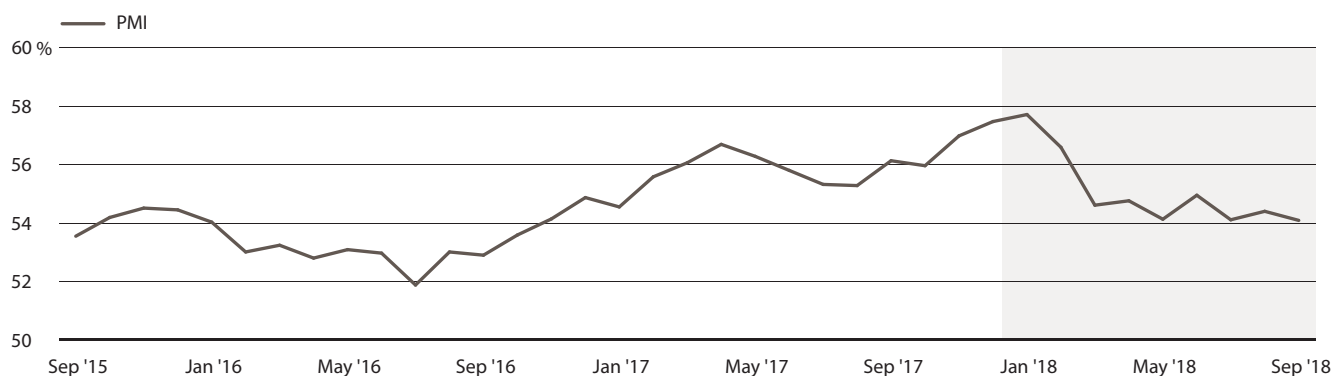
Des fondamentaux macroéconomiques forts et un sentiment positif ont créé en 2017 un contexte haussier pour les actions européennes qui s'est poursuivi au début de 2018. Plus récemment, la vague de ventes du mois d'octobre a laissé une impression de déjà vu à de nombreux investisseurs après le revers subi par les marchés globaux plus tôt dans l'année. Cette correction est en grande partie imputable selon nous à l'envolée des rendements obligataires américains à long terme. Si nous admettons que ces fluctuations subites des rendements peuvent avoir temporairement un effet déstabilisateur et néfaste sur les marchés boursiers, nous estimons néanmoins que le niveau de rendement n'est pas suffisant pour entraîner une chute substantielle des marchés ni affecter fondamentalement les actions européennes. Au contraire, grâce à des fondamentaux robustes, cette situation a créé des possibilités intéressantes pour les investisseurs au niveau des actions uniques.

L'image économique globale est moins claire pour l'année 2019. Nous avons assisté à un ralentissement en 2015, suivi par une reprise en 2016 et une croissance synchronisée en 2017. Nous pensons que la croissance globale sera plus

asynchrone à l'avenir, car le rythme ralentit dans certains pays. En Europe, nous en avons déjà entrevu certains signes, comme l'indiquent les indicateurs économiques avancés (figure 1). Cependant, il est important de se souvenir que ces indicateurs ont baissé à partir de niveaux particulièrement élevés et restent néanmoins sains.

En dépit d'une augmentation des risques politiques, principalement liés au Brexit et au budget italien, et de la hausse des charges d'intérêt, nous estimons qu'il n'y a pas d'indices suffisants pour penser que ce ralentissement entraînera une récession, ni en Europe ni à l'échelle mondiale. Nous traversons simplement une phase de ralentissement d'une croissance qui reste néanmoins positive. De plus, alors qu'il a beaucoup été question d'inflation, l'inflation sous-jacente constatée en Europe reste limitée et en deçà des prévisions. Pour l'heure, rien ne laisse envisager une chute brutale des bénéfices. Les prévisions de croissance du bénéfice par action en Europe restent inférieure à celles des États-Unis, une situation qui était toutefois prévisible en raison des baisses d'impôt aux États-Unis.

Figure 1: Indicateur composite européen Purchasing Managers Index (PMI) (%)



Source: FactSet, au 30 septembre 2018.

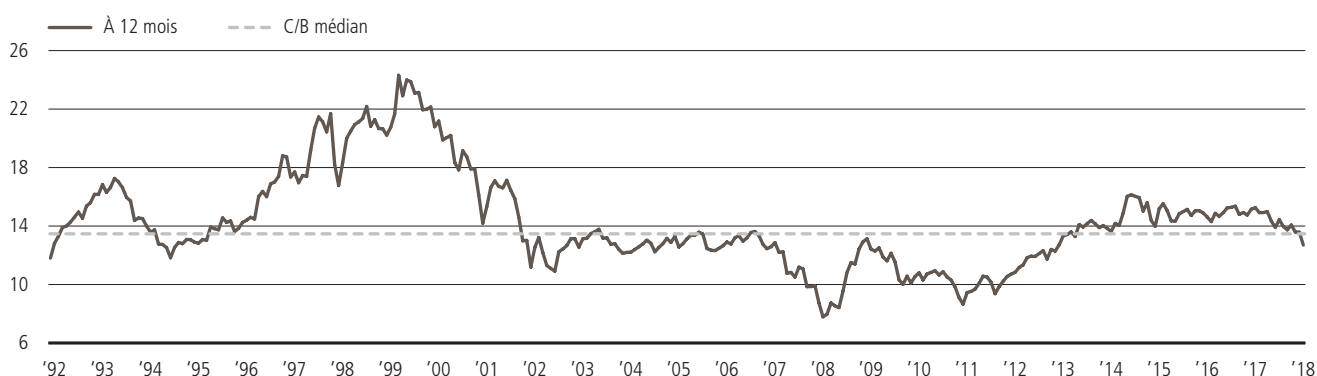
En termes de valorisations, le marché européen est moins cher que ces dernières années, comme l'illustre la figure 2 avec un ratio cours/bénéfice qui a chuté en dessous de sa valeur médiane à long terme. Les bénéfices affichant maintenant des niveaux plus que raisonnables, un retournement de situation semble peu probable. Nous estimons que l'environnement économique actuel offre aux investisseurs l'opportunité de trouver des noms présentant un bon profil risque/rendement.

Tout comme l'issue du vote de 2016 sur le Brexit était difficilement prévisible, le dénouement au Royaume Uni est lui aussi très incertain. La situation reste fluide. Nous suggérons aux investisseurs d'éviter de prendre trop de risques face à ces incertitudes. Un Brexit dur aura inévitablement un impact sur les sociétés européennes, le Royaume Uni étant l'un des principaux partenaires commerciaux de l'Europe. Nous sommes d'avis que les sociétés plus exposées aux ventes internationales qu'aux ventes internes peuvent bénéficier de l'environnement actuel. Les négociations italiennes sur le budget restent aussi un frein à la prise de risque en matière

d'actions européennes. Ces deux risques politiques sont partiellement compris dans les prix et les valorisations.

De grandes banques centrales, à l'exception de celle du Japon, ont commencé à s'aligner sur la Fed en resserrant leur politique monétaire accommodante. Une situation qui pourrait être intéressante pour les investisseurs sélectifs. Dans un tel environnement, les entreprises à croissance stable et les sociétés défensives des secteurs de l'informatique et de la santé continueront à se porter bien. Alors que les banques, sensibles à toute intensification des risques politiques, restent un secteur difficile, les assurances offrent des rendements plus intéressants et plus stables. Les perspectives restent incertaines pour les sociétés industrielles et de biens d'équipement et leur valorisation peu attrayante.

Figure 2: MSCI Europe, ratio cours-bénéfice sur 12 mois



Source: Morgan Stanley, au 23 octobre 2018.

Le pouvoir du revenu

Il existe des opportunités dans un environnement de taux croissants

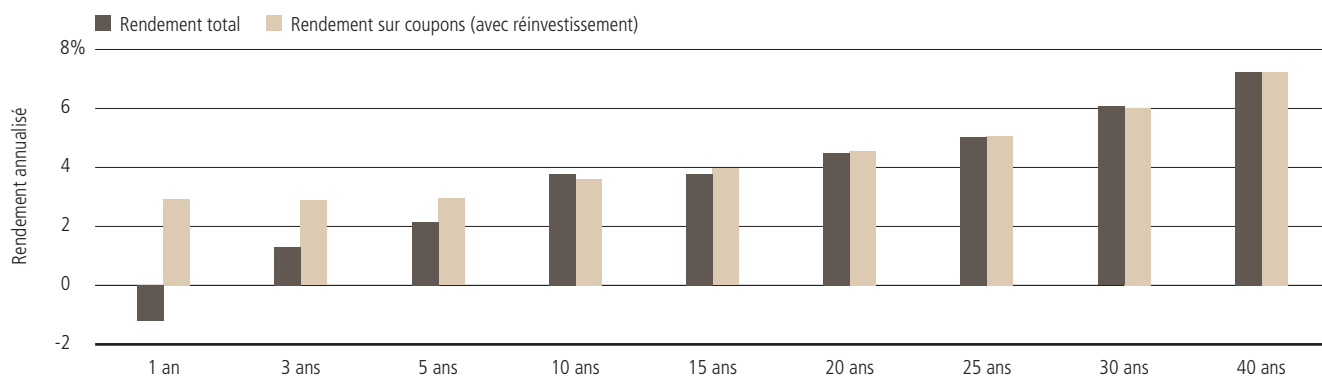
Jeff Grow, Senior Portfolio Manager, Fixed Income

Nous sommes conscients que les investisseurs obligataires doivent constamment faire des compromis, en particulier lorsqu'ils cherchent un équilibre entre leur besoin de générer du revenu et celui de préserver leur capital. Alors que les politiques monétaires ultra-accommodantes touchent à leur fin, que les taux d'intérêt divergent de plus en plus sur les marchés et que la volatilité ne cesse d'augmenter, nous pensons que le revenu deviendra un critère toujours plus important dans l'esprit des investisseurs.

À court terme, les revenus des coupons, qui constituent la base des rendements totaux, représentent une contribution positive immédiate et compensent les rendements négatifs sur le cours causés par l'augmentation des rendements obligataires. Sur le plus long terme, les rendements des coupons tendent à s'approcher des rendements totaux, car la volatilité liée aux capitaux est en grande partie reléguée au second plan. Les figures 1 et 2 illustrent les contributions supérieures des revenus issus des coupons par rapport aux rendements totaux générés au fil du temps par le Bloomberg Barclays US Aggregate Index et l'Euro Aggregate Index.

Dans l'environnement actuel, nous sommes d'avis que de nombreux secteurs peuvent offrir aux investisseurs le rendement économique escompté sous la forme d'un flux régulier de revenus sur coupons. Sont aussi concernées les obligations à taux variable qui voient augmenter leur cash-flow dans un environnement de taux croissants, tout en affichant une sensibilité relativement faible aux fluctuations des taux d'intérêt car le taux de leur coupon est calqué sur celui des taux d'intérêt du marché. Pour les investisseurs qui craignent une hausse soutenue des taux d'intérêt, une exposition à la partie courte des taux reste attractive. Étant donné l'affaissement de la courbe des taux américains cette année, une exposition au crédit de courte durée semble particulièrement intéressante sur une base ajustée du risque. Le carry (coupon encaissé) offre, selon nous, des flux de revenus solides avec un risque de baisse limité, les fondamentaux sur le segment des obligations d'entreprises étant toujours robustes. Pour les détenteurs d'obligations qui ont misé sur les obligations d'entreprises traditionnelles ces dernières années, l'intégration d'actifs titrisés dans les portefeuilles peut contribuer à réduire la volatilité et à améliorer les rendements ajustés du risque, les

Figure 1: Rendements du US Aggregate Index



Source: UBS; Bloomberg; Barclays. Données au 31 septembre 2018

obligations titrisées affichant des corrélations historiquement modestes avec les titres investment grade et les obligations d'entreprises à haut rendement. Dans le contexte actuel, l'un de leurs atouts majeurs et pourtant le moins mis en avant est la diversification permettant que ces actifs.

À la recherche d'opportunités parmi tous les instruments de rendement à revenu fixe

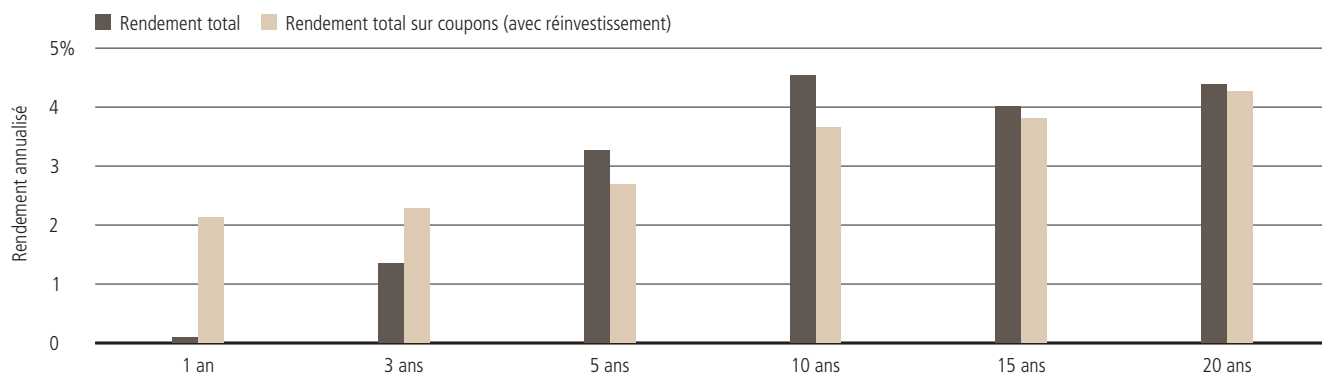
Dans l'idée que le revenu doit être considéré comme un élément clé du rendement total, nous abordons la perspective de taux d'intérêt en hausse à l'échelle globale avec peut-être une vision des choses un peu différente de celle des autres. Nous sommes d'avis que les rendements obligataires plus élevés se traduiront par des taux de coupon plus élevés qui généreront à leur tour des revenus supérieurs. Il s'agit-là d'une évolution positive à moyen terme pour tous les investisseurs dépendants d'un revenu.

Pour 2019, nous estimons que la Réserve fédérale poursuivra ses efforts de normalisation progressive des taux. Face à une croissance et une inflation soutenues mais modérées, la Banque

centrale européenne diminuera ses achats d'actifs fin 2018 et devrait se préparer à relever le taux d'actualisation vers la fin 2019. Nous pensons que le début de la fin des taux de trésorerie négatifs ou extrêmement faibles est un élément très positif pour les marchés à revenu fixe et que les investisseurs rechercheront d'autant plus de revenu dans cette classe d'actifs.

Le fait de se concentrer à moyen terme sur le rendement total permet à nos gestionnaires de portefeuille de concentrer leurs efforts sur une maximisation de la valeur au sein des principaux facteurs de rendement total dans les portefeuilles à revenu fixe, à savoir les revenus des coupons, les devises, les prix et le remboursement de la dette, mais aussi de contrôler les risques au sein de chacun de ces moteurs pour accentuer et aplanir les rendements du marché. Pour ce faire, il s'agit avant tout de pratiquer une gestion active des portefeuilles.

Figure 2: Rendements du Euro Aggregate Index



Source: UBS; Bloomberg; Barclays. Données au 31 septembre 2018

Une volatilité porteuse d'opportunités

Sur les marchés actuels, la sélectivité est la clé

Federico Kaune, Head of Emerging Markets Fixed Income

À court et moyen terme, il ne fait aucun doute que les investisseurs dans la dette des marchés émergents (ME) font face à un grand nombre d'écueils. Une croissance mondiale désynchronisée, des conditions monétaires plus serrées ainsi qu'un certain nombre de facteurs spécifiques devraient continuer de peser sur l'état d'esprit des investisseurs. Mais ces écueils devraient s'aplanir ces prochains mois et c'est de manière constructive que nous envisageons la dette ME face à cette dynamique plus favorable. Malgré les événements négatifs relayés par les journaux, les principaux fondamentaux de la dette ME restent globalement favorables et ceux des entreprises continuent à refléter des perspectives de croissance à long terme en amélioration. Pour les investisseurs dont l'horizon est long, les rendements courants paraissent un point d'entrée attrayant.

La récente volatilité de la dette ME a été encouragée par un certain nombre de facteurs, notamment la croissance globale modérée et moins synchronisée, l'incertitude croissante en matière de géopolitique et de commerce, de même que les réponses timides des politiques monétaires par rapport aux pressions financières dans les pays émergents comme la Turquie ou l'Argentine. L'accroissement de la volatilité des crédits, des réserves de change et des taux sur les marchés émergents a entraîné une diminution de la valeur des dettes de ces pays, avec des liquidités limitées et une fuite des capitaux persistante. Les incertitudes politiques au Brésil, un dollar américain en regain de vigueur, la crainte de sanctions en Russie et la confiscation éventuelle de terres en Afrique du sud ont pesé de leur poids sur le sentiment des investisseurs.

Mais alors que le rythme de la croissance mondiale s'est affaibli, le taux résiduel reste supérieur à la tendance. Avec la stabilisation de la croissance hors États-Unis, nous prévoyons pour la dette ME un allègement de la pression liée aux

craintes qui entourent la croissance mondiale ou le dollar américain. Entretemps, après toute une série de mesures de politique monétaire visant à tempérer le ralentissement de la croissance, nous prévoyons de meilleures données d'activité en provenance de Chine. Les nouveaux investissements et les dépenses accrues annoncées par le gouvernement chinois devraient soutenir le renforcement de la demande, même si ces mesures impliquent un accroissement de la dette chinoise déjà élevée.

Les tensions commerciales qui s'intensifient entre les États-Unis et la Chine assombrissent quelque peu les perspectives pour les marchés émergents. Mais le sentiment vis-à-vis des politiques commerciales est déjà extrêmement négatif. Et comme il semble peu probable que le ton agressif adopté par les États-Unis et la Chine devienne nettement plus conciliant à brève échéance, nous pensons dans l'ensemble qu'une bonne partie des mauvaises nouvelles est déjà prise en compte dans les prix. Par conséquent, même s'il n'est pas très clair si le décor est planté pour une année 2019 plus positive en termes de rhétorique commerciale ou si la situation restera similaire à ce à quoi les investisseurs ont assisté en 2018, nous sommes d'avis que la balance des risques penche du bon côté, au vu du scepticisme actuel.

Du côté de l'offre, nous nous attendons à une augmentation des émissions nettes des entreprises, mais à des niveaux gérables. L'offre en provenance de Chine a été plus faible que prévue et devrait le rester tant que les tensions politiques avec les États-Unis ne sont pas réglées.

D'un autre côté, la prudence est de mise dans des pays comme la Turquie où la volatilité, le ralentissement économique et la pression sur les institutions financières et les émetteurs sur le

marché intérieur devraient perdurer. La sélectivité est la clé sur les marchés actuels.

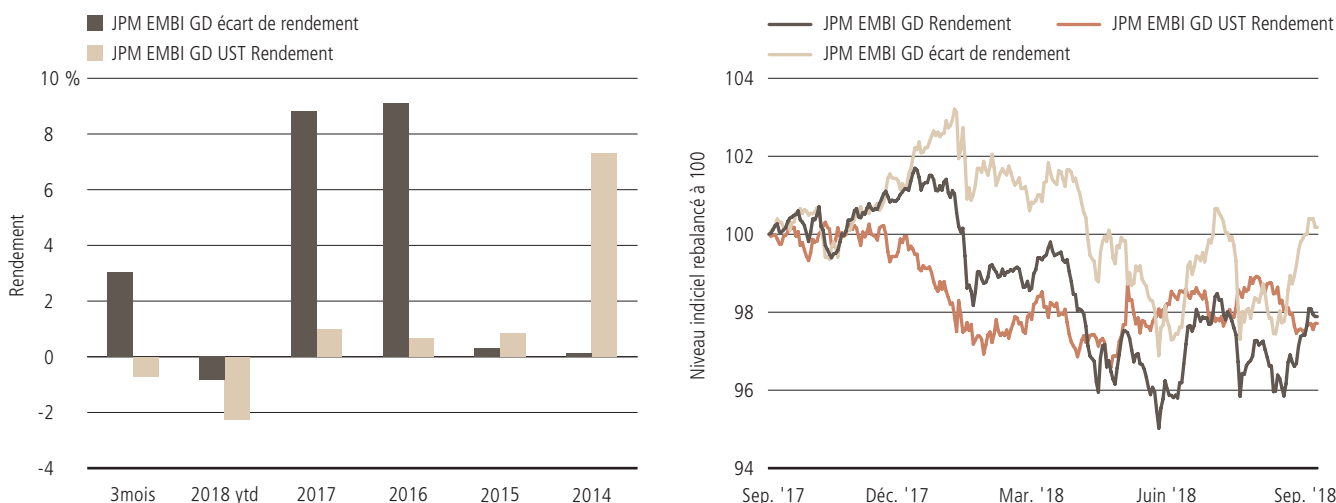
Le ralentissement de l'activité économique et le niveau toujours élevé des indicateurs d'effet de levier en Chine incitent à la prudence. Toutefois, nous conservons notre attitude positive à l'égard des entreprises publiques chinoises d'importance systémique, notamment dans les domaines de l'énergie et des institutions financières.

À l'image d'un certain nombre de pays à haut rendement susceptibles de recevoir un soutien financier de multiples sources, le crédit souverain ME présente des poches de valeur. Nous restons très prudents envers le crédit souverain ME à

court terme mais, considérant son histoire à long terme comme solide, nous maintenons notre exposition à divers pays à haut rendement.

La propension au risque pour les titres de crédit des marchés émergents continue à être influencée par les gros titres de journaux. Nous suivons donc encore les négociations commerciales en cours et les tarifs douaniers entre les États-Unis et la Chine, de même que les tensions qui entourent le sauvetage financier de l'Argentine par le FMI, les nouvelles sanctions qui doivent frapper la Russie, les réponses de politique monétaire en Turquie et le comportement des nouveaux gouvernements mexicain et brésilien dans le courant de l'année.

Figure 1: Dette souveraine – Le T3 a affiché une forte volatilité sur les deux sources de rendement



Source: JP Morgan monitor, 28 septembre 2018. rééquilibré à 100% au 31 septembre 2017

Transactions avantageuses

L'activité soutenue des F&A continue de favoriser les stratégies d'arbitrage sur fusions

Blake Hiltabrand, responsable Merger Arbitrage Research et gestionnaire de portefeuille senior

Un environnement robuste

Par rapport aux autres classes d'actifs, l'arbitrage sur fusions produit dans le temps des rendements ajustés au risque attractifs assortis d'un faible bêta, et ce indépendamment du macro environnement des fusions et acquisitions (F&A). Nous considérons aujourd'hui que l'environnement actuel est particulièrement propice à la stratégie, grâce aux niveaux historiquement élevés de l'activité des F&A, à la complexité renforcée de la politique réglementaire/commerciale et au déséquilibre relatif de l'offre par rapport à la demande.

Les F&A profitent des forces cycliques et structurelles qui poussent les directions et conseils d'administration des entreprises à rechercher des acquisitions:

- malgré une forte croissance de l'économie aux États-Unis, la croissance organique des entreprises reste globalement modérée dans de nombreux secteurs et régions;
- les faibles taux d'intérêts continuent et créent des conditions de financement accommodantes tant sur le marché du crédit que des actions;

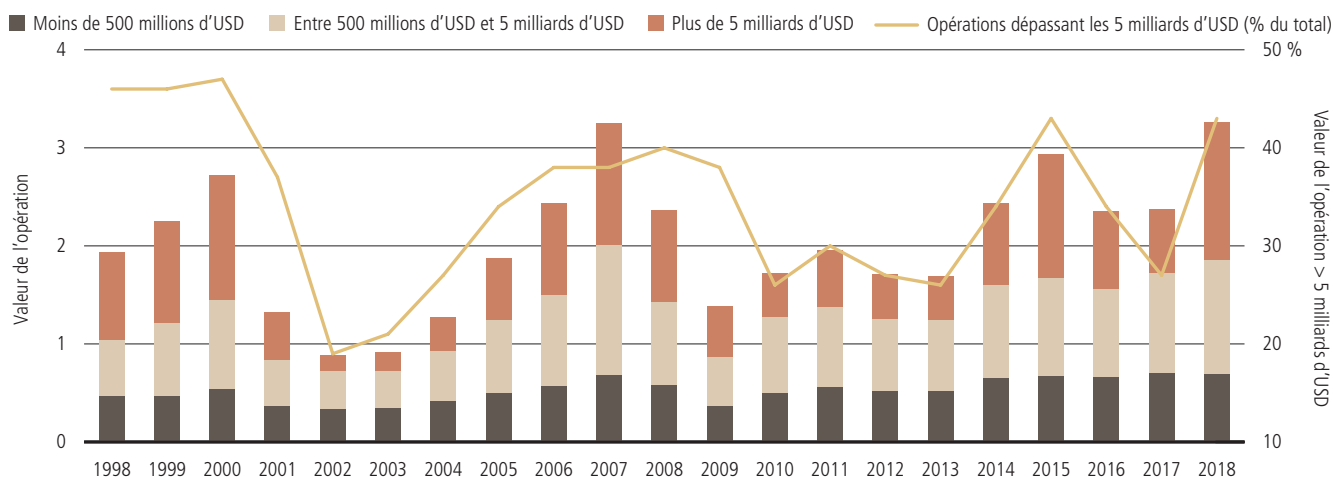
- la confiance des entreprises reste élevée, portée par la vigueur économique et les changements de politique sur les marchés développés.

Les moteurs à souligner sont notamment l'évolution récente de la politique fiscale américaine, l'amélioration de la conjoncture économique et de la confiance des entreprises en Europe, la nécessité, pour les entreprises traditionnelles, d'adopter de nouvelles technologies, l'augmentation de l'activisme des actionnaires et des niveaux record de capital disponible détenu par des investisseurs en private equity.

Des transactions plus importantes synonymes d'opportunités plus alléchantes

Ces 12 derniers mois, l'actualité des fusions a été dominée par des annonces de transactions dignes des superproductions américaines, d'une valeur qui dépasse souvent les 30 milliards d'USD. Des opérations gigantesques comme les fusions Disney/Fox, Takeda/Shire, CVS/Aetna et Cigna/Express Scripts tendent à présenter un niveau de complexité opérationnelle et

Figure 1: Surfer sur la vague des mégadeals



Source: Refinitiv, données au 30 juin 2018. Utilisée avec l'accord des titulaires des droits.

réglementaire accru ; elles sont donc vectrices d'un plus grand risque implicite mais également d'un rendement potentiel supérieur. Toutefois, si ces grosses opérations ont capté toute l'attention des médias, elles ne doivent pas occulter la hausse des petites et moyennes transactions, qui créent un univers de possibilités variées pour tirer parti de ces opérations, à travers les secteurs et les régions.

Déséquilibre offre/demande: des coûts toujours attractifs

L'arbitrage sur fusions est historiquement l'une des stratégies les plus populaires des banques dans le cadre de leur trading pour compte propre, éclipsant complètement les hedge funds. Depuis 2011, la règle Volcker interdit aux banques d'effectuer des opérations de trading pour leur propre compte, ce qui a fait disparaître du marché le plus gros acheteur d'opérations de fusion. Cela a de plus apporté un avantage structurel considérable aux hedge funds liés aux stratégies d'arbitrage sur fusions, en modifiant la dynamique offre/demande. Le nombre record d'opérations constaté aujourd'hui entraîne l'apparition sur le marché d'une grande quantité d'actions après l'annonce d'une transaction, lorsque les investisseurs fondamentaux liquident leurs positions. Face à cette profusion d'offre, les dollars d'arbitrage qui intermédièrent le marché baissent, ce qui se traduit par des prix plus attractifs, des écarts creusés et des rendements potentiellement plus intéressants pour les investisseurs.

Complexité géopolitique et incertitude réglementaire sources d'opportunités

Le paysage géopolitique a considérablement évolué ces deux dernières années, en particulier sous l'impulsion de la politique commerciale américaine en Chine et du Brexit en Europe. Ces derniers temps, le régulateur chinois, l'Administration nationale chinoise de régulation du marché, s'est révélé davantage motivé par des raisons politiques dans sa procédure d'approbation, alors que les mesures commerciales américaines se font plus vigoureuses. Aux États-Unis, l'interprétation des politiques et précédents utilisés par les agences de régulation comme le «Department of Justice» et la «Federal Trade Commission» lors de la procédure d'approbation des opérations s'est faite plus

imprévisible. Cette incertitude accrue a provoqué le creusement des écarts, en particulier dans les transactions transfrontalières et dans celles soumises à l'approbation de la Chine, ce qui avantage les gestionnaires confirmés pour gérer efficacement les risques liés aux opérations avortées. Le risque accru caractéristique de l'actuel ensemble d'opportunités peut être compensé par le potentiel de rendements supérieurs.

Construction de portefeuille et recherche: perspective mondiale

L'espace des F&A est de nature mondiale, et nous considérons que l'arbitrage sur fusions répond mieux à une approche agnostique sur le plan géographique, dans laquelle le capital est alloué purement d'après les opportunités pondérées par le risque les plus intéressantes au niveau international. Cela est particulièrement important au vu de l'actuelle tendance, qui oscille entre transactions transfrontalières et approbations réglementaires pluri-juridictionnelles. Nos horizons de placement comme nos ressources en matière de recherche se sont développés dans le temps dans l'optique de tirer le meilleur profit des opérations de fusion du monde entier, ce qui permet à nos investisseurs de bénéficier de la complexité accrue de ces situations.

Nous croyons que les opérations de F&A vont rester stimulées par de solides facteurs structurels et cycliques en 2019, ce qui constitue un ensemble d'opportunités d'investissement robuste dans un large éventail de régions et de secteurs. De plus, nous pensons que l'environnement réglementaire/politique international plus complexe ouvrira de nouvelles possibilités aux gestionnaires dédiés à l'arbitrage sur fusions, qui pourront ainsi continuer à générer des rendements relatifs ajustés au risque et absolus élevés.

La résilience des actifs alternatifs persiste

La hausse des allocations aux actifs alternatifs devrait continuer en 2019, dans la quête de rendements plus élevés

Immobilier

Paul Guest, Real Estate Strategist en chef

La dynamique positive a continué en 2018 pour les placements immobiliers et l'activité des marchés est restée saine. D'après les données préliminaires de Real Capital Analytics, le total des transactions immobilières effectuées dans le but de générer des revenus (c'est-à-dire hors ventes de terrains) s'élève à 627 milliards d'USD sur les neuf premiers mois de l'année. L'activité dépasse largement la moyenne à long terme et était légèrement supérieure qu'au cours des neuf premiers mois de 2017. En général, le niveau de l'activité est aussi stable que sain. Les volumes d'investissement ont nettement ralenti depuis fin 2015, emmenés par les États-Unis, avant de toucher le fond au premier semestre 2017 puis de remonter légèrement sous l'impulsion de l'Europe. La dynamique des prix reste positive: sur nettement plus de marchés, on constate une compression des rendements, plutôt qu'une expansion, mais le rythme de la croissance des prix continue à ralentir.

Nous prévoyons que le resserrement des primes de risque en conséquence de la hausse des taux d'intérêt à long terme finira par susciter une pression haussière sur les rendements immobiliers. Le cas des fonds de commerce est toutefois structurel. Que ce soit pour l'immobilier coté, d'après les évaluations des portefeuilles institutionnels ou les données principales, nous commençons à observer un ajustement des prix pour le commerce de détail, en particulier pour les actifs de qualité moindre, ce qui reflète l'évolution structurelle en cours dans le secteur. Nous prévoyons que cette tendance se poursuivra en 2019. À l'inverse, les biens logistiques continuent de profiter de certaines tendances qui nuisent au commerce de détail, surprenant par une hausse tant en termes de croissance des loyers que des valeurs des biens.

Infrastructures

Declan O'Brien, analyste sénior, Research & Strategy Infrastructure

Les investisseurs institutionnels allouent de plus en plus de capital aux infrastructures - largement sous l'influence de leur faible corrélation avec les autres classes d'actifs, ainsi que de la stabilité du rendement en espèces et des qualités de protection contre l'inflation. L'OCDE estime que d'ici 2030, les placements mondiaux en infrastructures ont besoin de 6,3 trillions d'USD par an pour soutenir la croissance et le développement, ainsi que pour satisfaire la demande. Sur le marché boursier des infrastructures privées, les levées de fonds ont établi un nouveau record en 2016, atteignant 66 milliards d'USD. Cette impulsion s'est poursuivie en 2017, avec 65 milliards d'USD levés. L'attractivité des infrastructures est simulée par de forts retours sur investissement, dans un environnement marqué par la faiblesse des rendements. Les réserves de capitaux disponibles atteignent un niveau record, alors que la demande en actifs à rendement élevé est supérieure aux possibilités de placement. La croissance dans ce secteur signifie que les investisseurs peuvent choisir parmi plusieurs gestionnaires dans la gamme risque-rendement.

Il existe un marché secondaire croissant pour les infrastructures, qui a soutenu les solides performances globales des infrastructures. Alors que les stratégies de croissance du capital sont tributaires des liquidations réussies pour atteindre les objectifs de rendement, un marché secondaire sain, soutenu par une forte liquidité émanant de nouveaux flux de capitaux, est primordial. Toutefois, les levées de fonds record ont également renforcé la concurrence sur le marché, en alimentant la hausse des réévaluations et l'accent placé sur les stratégies secondaires.

Pendant ce temps, l'univers d'investissement des infrastructures poursuit sa croissance. Ces derniers trimestres, nous avons observé une forte activité des opérations dans le secteur des communications. Les investissements ciblaient les réseaux de fibre optique, les centres de données ainsi que les antennes-relais. Les infrastructures sociales ainsi que de production d'énergie décentralisée figurent parmi les autres domaines de croissance. Même si certains investisseurs s'inquiètent de la hausse des taux d'intérêts, nous croyons que l'attractivité de l'infrastructure reste élevée pour les investisseurs. Le rapport 2018 de Preqin sur les infrastructures mondiales indique que 90% des investisseurs prévoient de consacrer aux infrastructures un capital au moins égal, si ce n'est supérieur, ces 12 prochains mois; 93% considèrent que les infrastructures satisfont voire dépassent leurs attentes, soit une nette hausse par rapport aux années précédentes.

Private equity.

Markus Benzler, responsable Multi-Managers Private Equity

Dans un contexte marqué par des conditions macroéconomiques mondiales toujours positives et en général par des solides performances du marché des actions des sociétés cotées en bourse, le private equity a continué à attirer des flux de capitaux élevés dans le monde entier et par le biais de différentes stratégies d'investissement. À l'instar des années précédentes, ces résultats ont été guidés par la soif des investisseurs pour des rendements ajustés au risque élevé, de solides moteurs de performance et une diversification de portefeuille. Au détriment des marchés boursiers, certains investisseurs renforcent encore l'allocation globale de leur portefeuille dans des classes d'actifs alternatifs, comme le private equity.

La situation des marchés d'actions peut sans aucun doute s'expliquer en partie par le programme d'assouplissement quantitatif mis en œuvre dans la majeure partie du monde. Alors que cet assouplissement s'amoindrit, comme prévu, la croissance mondiale pourrait ralentir au point de se mettre à baisser. Si une prudence accrue s'impose, nous ne pensons pas que le private equity subira une chute considérable. Nous restons convaincus que l'activité liée à la croissance, dans laquelle s'inscrivent les rachats de petites et moyennes entreprises, est mieux placée dans l'optique d'un scénario de poursuite de la croissance en 2019. Dans le cas d'une baisse de la croissance, si les sociétés de private equity sont à la fois bien structurées et gérées, elles devraient continuer à croître sans être menacées par le risque accru auquel les sociétés plus grandes sont exposées du fait de l'effet de levier élevé et de la croissance ralentie du PIB.

Un ingrédient clé demeurera la sélection de gestionnaires de fonds différenciés en mesure d'apporter une réelle valeur pour les sociétés de leur portefeuille, notamment en termes d'opérations et de transformation, et qui font une utilisation raisonnable de l'effet de levier, c'est-à-dire sans le placer comme le moteur de valeur prédominant. En 2019, le niveau toujours élevé des valorisations sur le marché boursier posera problème, car les acteurs du private equity s'inquiètent du potentiel haussier et de la pression sur les valorisations sur le marché privé.

Les temps changent

Le risque carbone intégré à l'allocation des actifs

Ian Ashment, Responsable de l'équipe Systematic and Index Investments, **Rodrigo Dupleich**, analyste quantitatif sénior, **Boriana Iordanova**, analyste spécialisée dans les indices et **Xiaochen Zhao**, analyste quantitatif

Le changement climatique est l'un des risques les plus significatifs et pourtant les moins bien compris auquel les entreprises et les institutions financières sont confrontées aujourd'hui.³ Les conséquences potentielles à long et court termes sont physiques, réglementaires et technologiques. Les investisseurs doivent trouver des solutions pour s'adapter aux défis à venir.

Un événement crucial pour les investisseurs a eu lieu en avril 2016: 174 pays et l'Union européenne ont officiellement signé l'Accord de Paris, un instrument des Nations Unies destiné à lutter contre le changement climatique, notamment par la réduction des émissions de gaz à effet de serre, la limitation de la hausse de température mondiale moyenne à un maximum de 2°C par rapport aux niveaux de l'ère préindustrielle et l'accélération de la transition énergétique, vers une économie moins axée sur les énergies fossiles.⁴ De nombreux pays ont par la suite renforcé les obligations en matière de reporting environnemental auxquelles sont soumis les entreprises et les grands investisseurs.

En novembre 2018, le prix Nobel d'économie a été attribué à deux économistes, dont les recherches concernaient l'intégration du changement climatique dans l'analyse macroéconomique. William Nordhaus de l'Université de Yale a été récompensé pour ses travaux pionniers dans la recherche sur le changement climatique. Ses recherches visaient à examiner la relation entre changement climatique résultant de la hausse du niveau de concentration de dioxyde de carbone dans l'atmosphère, l'effet de cette hausse sur la croissance économique, la santé des populations et la nécessité de prendre des mesures fortes pour atteindre les objectifs de réduction des niveaux de carbone. La transition vers un objectif de 2°C créera tant des risques que des opportunités et se répercutera sur tous les secteurs et industries du monde entier. Les investisseurs qui se contentent d'exclure les secteurs très émetteurs de carbone n'auront aucune influence sur le calendrier de cette transition et les moyens déployés dans ce cadre.

Pour les investisseurs, une solution et, en gardant une vue d'ensemble, sans doute une approche plus responsable consisterait à se mobiliser autour des efforts internationaux mis en œuvre pour réduire la dépendance au carbone. Cette tendance devrait s'accélérer en 2019 et au-delà.

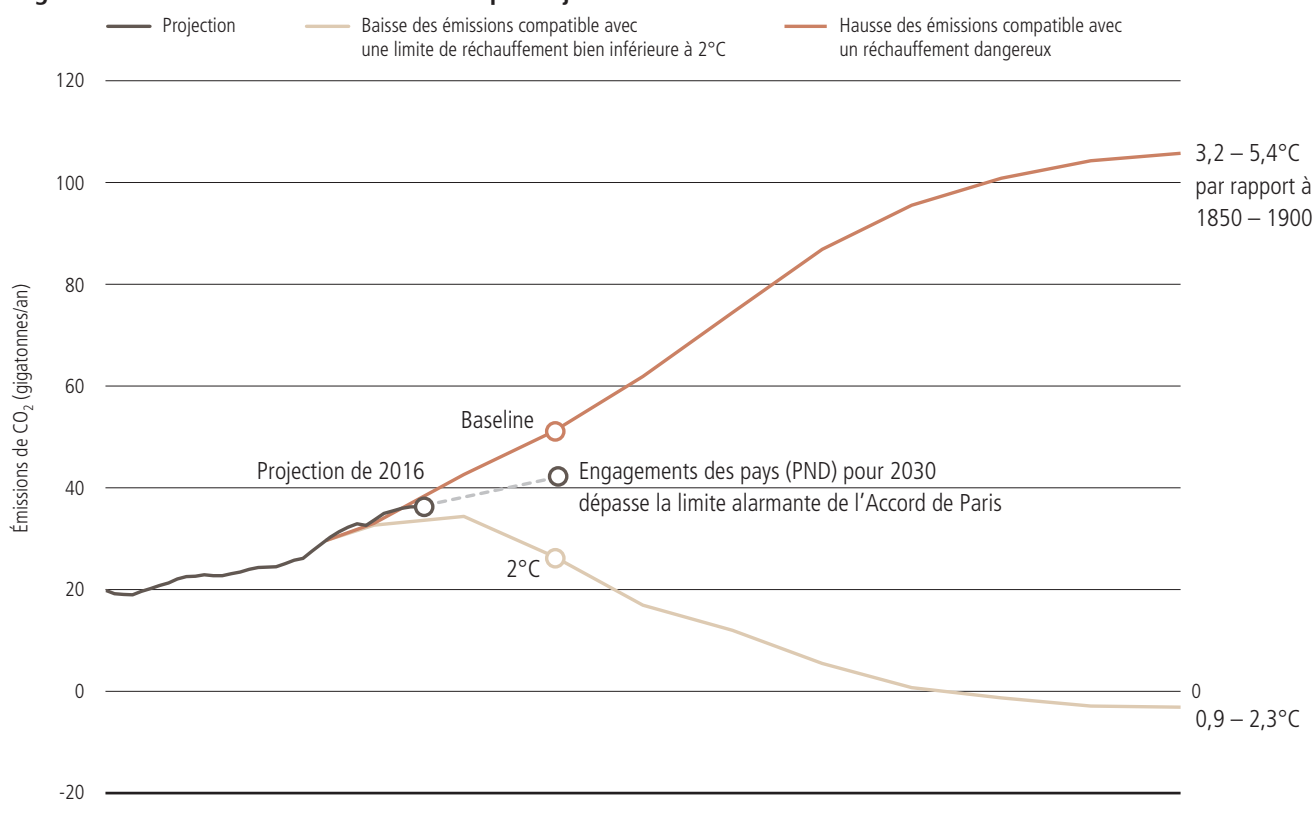
Nous croyons qu'une démarche uniquement basée sur les données historiques liées aux émissions de carbone et à l'exclusion présente des lacunes, telles notamment:

- expositions involontaires aux secteurs, pays, facteurs de styles, bêta, etc.;
- non-considération des aspects multidimensionnels des données liées au changement climatique et au carbone. Par exemple, les gros émetteurs de carbone peuvent adapter leurs entreprises à l'économie à faible émission de carbone, investir dans les énergies renouvelables, ou rendre leurs données publiques;
- possibilité de création de risques involontaires par la concentration exclusive sur le risque carbone; malgré l'éventualité d'élimination d'un grand nombre de risques liés au changement climatique, certaines opportunités liées à la transition peuvent en même temps être ratées;
- non-prise en compte des incertitudes liées au changement climatique.

Ce dernier point est très important et n'est pas souvent examiné, à notre avis. *Brock et Hansen*⁵ analysent le coût social du carbone sous l'angle de l'incertitude, et distinguent trois formes d'incertitude: le risque, l'ambiguïté et les erreurs de spécification. On pourrait avancer intuitivement que le risque est lié à l'inadéquation de l'approche (modèle) avec les événements futurs. L'ambiguïté désigne l'incertitude associée au mode d'utilisation d'approches (modèles) alternatives. Les erreurs de spécification sont liées à l'utilisation de modèles imparfaits. Notre approche vise à gérer les incertitudes liées à l'intégration du risque de carbone dans un portefeuille.

D'après notre analyse du scénario lié à l'objectif de 2°C, nous recommandons une autre approche pour les investisseurs en indices boursiers qui comprennent la nécessité de s'adapter à ce scénario de mutation: une stratégie basée sur des règles, qui consiste à continuer à investir dans des entreprises émettrices de carbone, mais qui s'engage auprès des entreprises semblant moins bien positionnées pour la transition requise, et qui soutienne les entreprises développant les nouvelles technologies nécessaires pour cette transition.

Figure 1: émissions de carbone mondiales par objectif



Source: Future Earth, CDIAC/GCP/IPCC/Fuss et al 2014/ Rogelj et al 2016. Uniquement à des fins d'illustration.

³ D'après le Groupe de travail chargé de la transparence financière liée au climat (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, TCFD) du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB).

⁴ Un élément clé de l'accord négocié en 2015 lors de la Conférence de Paris sur le changement climatique est l'objectif à long terme de limiter la hausse des températures moyennes mondiales à « bien moins » que 2°C, tout en déployant des efforts pour limiter la hausse de température à 1,5°C par rapport aux niveaux de l'ère préindustrielle.

⁵ Brock, W. et Hansen, L.P., "*Wrestling with Uncertainty in Climate Change Models*" (lutter contre l'incertitude dans les modèles du changement climatique), document de travail de l'Université de Chicago, (2017)

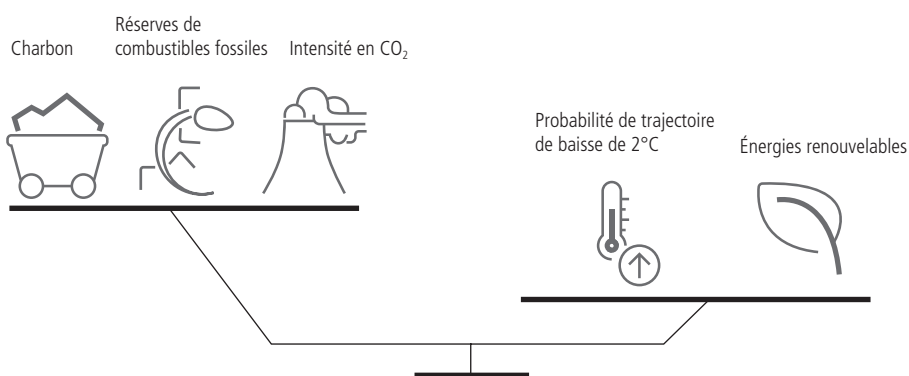
Par l'intermédiaire d'une série de penchants positifs et négatifs, représentés schématiquement sur la figure 2, nous avons élaboré une approche novatrice et anticipatrice qui vise à atteindre plusieurs objectifs:

- réduction significative de l'empreinte carbone (CO_2)⁶ d'un portefeuille d'indices boursiers mondiaux tout en augmentant l'exposition d'indicateurs anticipateurs liés à la transition vers l'économie à faible émission de carbone;
- baisse considérable de l'investissement dans les entreprises les mieux placées pour profiter de la croissance de la demande en énergies renouvelables et technologies connexes;
- obtention de rendements à long terme largement conformes aux rendements de l'indice sous-jacent.

Nous présentons ci-dessous des meilleures pratiques novatrices en matière de mise en œuvre d'une approche orientée qui, nous le pensons, permettront de la différencier des approches plus traditionnelles:

- elle repose sur une structure probabiliste, qui reconnaît explicitement les incertitudes liées aux données qui concernent les émissions de CO_2 ;
- elle intègre des mesures anticipatrices liées au carbone qui récompensent les entreprises qui s'adaptent en fonction de l'objectif de 2°C fixé par les Nations Unies lors de la Conférence de Paris sur le changement climatique, tenue en 2015;
- elle contient des indications qualitatives, par ex. source et qualité des données déclarées, communications sur les politiques et objectifs mis en œuvre, ainsi qu'indicateurs liés à l'efficacité carbonique;

Figure 2: penchants positifs et négatifs



Source: UBS Asset Management. À titre illustratif uniquement.

⁶ Dans ce contexte, l'empreinte CO_2 inclut les six gaz à effet de serre visés dans la Convention cadre de l'ONU sur le changement climatique et son Protocole de Kyoto: dioxyde de carbone, méthane, oxyde nitreux, hydrocarbure fluorés, perfluorocarbures et hexafluorure de soufre.

- une autre préoccupation clé pour les investisseurs, en cette ère de changement climatique, concerne le développement d'un élément de vote et de participation robuste. Notre approche, basée sur le vote et la participation, vise à encourager les entreprises à :
 - déclarer les données liées à leurs émissions de carbone;
 - mettre en place des stratégies et des objectifs clairs de réduction des émissions et s'engager à faire régulièrement état des progrès réalisés en ce sens;
 - respecter les meilleures pratiques en termes de déclaration de leur gouvernance, stratégie, gestion du risque, indicateurs et objectifs, conformément aux recommandations du groupe de travail chargé de la transparence financière liée au climat (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TFCFD);
 - procéder à des essais de scénarios et en communiquer les répercussions dans leurs rapports annuels.

De plus, le dialogue avec les entreprises permet de vérifier les résultats des entreprises en les enrichissant d'informations supplémentaires collectées avant et après les échanges. Cela signifie aussi que nous recueillons des commentaires, communiquons explicitement les objectifs de changement des pratiques des entreprises et renforçons l'amélioration du modèle utilisé pour informer au sujet positions sous-pondérées/surpondérées.

Alors que 2019 approche, le changement climatique reste un processus évolutif et dynamique. Les investisseurs devraient donc se tenir au courant tant du problème à proprement parler (par exemple, considérer le carbone comme risque central lié au changement climatique) que des données/recherches/innovations disponibles. À cette fin, nous avons constitué un groupe de conseil chargé d'assurer une veille au sujet des tendances et évolutions liées au climat qui se répercutent sur les sociétés cotées en bourse, de contrôler les activités menées en termes de vote et de participation, ainsi que d'améliorer en permanence la méthode que nous entendons appliquer dans le cadre de notre approche.

L'importance de la gestion responsable et durable

Améliorer la valeur des actifs des clients par la participation

Christopher Greenwald, Directeur SI Research, Sustainable and Impact Investing et **Valeria Piani**, Responsable Strategic Engagement

Dans le monde, on constate un besoin croissant pour une augmentation du nombre de données relatives aux investissements durables et à long terme et cela justifie la prédominance de la gestion responsable et durable. Entre actions tant actives que passives, ainsi que dans le cadre de placements assortis d'objectifs de durabilité, la gestion responsable et durable s'est révélée exercer une influence favorable sur les résultats commerciaux.

La raison qui l'explique est sans équivoque. L'élément fondamental de la gestion responsable et durable équivaut à une forme de propriété responsable, la participation des entreprises et le vote par procuration jouant un rôle crucial pour l'intégration du caractère durable. Nous pensons que cette tendance continuera à gagner du terrain en 2019 et après.

Les nombreuses caractéristiques positives considérables de la participation sont solidement étayées par la recherche universitaire: plusieurs études ont démontré les avantages financiers de la gestion responsable et durable par la participation. Une étude a révélé que les entreprises dans lesquels les investisseurs avaient une forme de participation affichaient une rentabilité accrue, telle que mesurée par les rendements des actifs. En revanche, les entreprises dont les objectifs de participation n'étaient pas atteints ne constataient aucune évolution du rendement de leurs actifs.⁷ Une seconde étude a mis en évidence les avantages politiques, mais également liés à la communication et à l'apprentissage, connexes à la participation des actionnaires.⁸

Ces preuves nous portent à croire que les activités liées à la gestion responsable et durable sont un important mécanisme de création de valeur ajoutée pour les clients, en ce qu'elles stimulent des meilleurs retours sur investissements à long terme.⁹

Une approche unique

Outre les recherches universitaires qui appuient clairement les avantages de la gestion responsable et durable, nous pensons que notre ensemble de travaux considérable entre stratégies actives et passives, ainsi que notre maîtrise de la durabilité, renommée au sein du secteur, apportent de solides bases pour que garantir à notre clientèle de bénéficier d'une stratégie de gestion responsable et durable bien développée.

Nous ne travaillons pas dans notre coin. Nous sommes signataires de codes de meilleures pratiques en matière de gestion responsable et durable, comme les Principes internationaux de gestion responsable et durable de l'*International Corporate Governance Network* (ICGN) et le Cadre sur la gestion responsable et durable du groupe de travail ISG (*Information Stewardship Group*) dirigé par des investisseurs aux États-Unis. Nous participons également à l'initiative Principes pour l'Investissement Responsable des Nations Unies, qui encourage fortement les investisseurs à agir en tant que propriétaires actifs en s'engageant auprès des entreprises et en exprimant leur vote lors des assemblées générales annuelles (comme l'expose le Principe 2).

⁷ L'échantillon était composé de 225 investisseurs qui participent à 30 groupements. Voir Elroy Dimson, "How institutional investors' collective engagement on ESG issues create value for investors and corporations: A configurational analysis" (comment la participation collective des investisseurs institutionnels sur les questions ESG crée de la valeur tant pour les investisseurs que pour les entreprises: approche configurationnelle), Judge Business School, Université de Cambridge, London Business School; Chair of Strategy Council, Norwegian GPF; Director of FTSE International, 2017.

⁸ Voir Jean-Pascal Gond, "How ESG engagement creates value for investors and companies" (*L'engagement actionnarial sur les enjeux ESG: un levier de création de valeur pour les entreprises?*), Cass Business School, Université de la City, 2018.

⁹ Pour une synthèse des travaux supplémentaires sur les avantages additionnels sur les résultats financiers et extérieurs positifs, voir Directeur des systèmes d'information UBS Wealth Management, "Education Primer: ESG Engagement Equities" (*brochure d'information: actions et engagement ESG*), août 2018.

Nos activités de gestion responsable et durable s'articulent actuellement autour de quatre types de participation: thématique, réactive, liée au vote par procuration et proactive (c'est-à-dire guidée par les analystes). De plus, nous sommes ouverts à la collaboration dans les cas où nous considérons qu'il est possible de renforcer l'efficacité de la participation. Nous croyons qu'en parlant à l'unisson, les investisseurs peuvent faire entendre leurs opinions de manière ciblée et efficace. Nous considérons aussi le vote comme l'aspect crucial d'une participation percutante et d'une gestion responsable et durable efficace. En moyenne, nous participons au vote à l'occasion de 10 000 réunions par période de 12 mois. Nous considérons ce processus comme essentiel pour compléter et étayer les activités de participation auprès des entreprises. De plus, dans le cas des stratégies passives, le vote constitue souvent le seul outil qui permet d'exprimer son opinion et d'encourager les directions à prendre en considération nos préoccupations.

Gestion d'actifs proactive

En consacrant davantage de ressources aux activités liées à la participation et au vote, les gestionnaires actifs peuvent s'engager directement auprès des entreprises, plutôt que baser leurs décisions d'investissement uniquement sur l'analyse des résultats déclarés. En établissant des relations à long terme

avec les sociétés détenues en portefeuille, les gestionnaires actifs peuvent s'attacher avec elles à améliorer les moteurs de valeur à long terme.

Ces échanges intenses, animés par des analystes, se répercutent directement sur les stratégies commerciales des entreprises, car ils concernent directement des investissements. Les interactions menées par nos analystes financiers et gestionnaires de portefeuille, qui travaillent en étroite collaboration avec des équipes spécialisées en gestion responsable et durable ainsi que dans la recherche en investissement durable, ont des répercussions sur l'intégralité des stratégies gérées activement.

En 2019, nous prévoyons de continuer à développer notre programme de participation stratégique, axé vers les principaux risques et opportunités en matière de durabilité. Un domaine qui devrait faire l'objet d'une attention permanente sera celui du climat - nous agissons déjà beaucoup en lien avec ce thème - ainsi que celui de l'égalité des sexes et son impact, en lien avec les Objectifs de développement durable. La publication du dernier rapport en date du Groupe intergouvernemental sur l'évolution du climat, l'ensemble croissant de mesures législatives et de directives émanant d'organismes tels l'UE, soutiennent la nécessité, pour les grands investisseurs, de rechercher le dialogue dans le but de susciter le changement.

Les 4 piliers de notre stratégies en matière de gestion responsable et durable

1. Thématique	2. Réactive	3. Liée au vote par procuration	4. Proactive
Engagements sur des thèmes spécifiques liés à la durabilité, dont le changement climatique et ses conséquences	Participation à des événements d'actualité et étude des violations du Pacte mondial des Nations Unies	Engagements centrés autour des recherches portant sur les réunions d'actionnaires	Engagement suite à l'identification de risques et opportunités importants en matière d'ESG

▼

Participations actives et passives

Source: UBS Asset Management.

Un nouveau paradigme pour l'ASA?

Les investisseurs institutionnels à long terme devraient-ils tenir compte des mégatendances dans leur allocation stratégique d'actifs?

Massimiliano Castelli, Responsable Global Strategy, Global Sovereign Markets

Entre les bruits qui courent sur les marchés et les rendements à court et moyen termes, à quels facteurs clés les investisseurs à long terme devraient-ils véritablement donner la priorité dans leur cadre d'investissement?

L'approche traditionnelle repose largement sur les flux de trésorerie actualisés et les hypothèses relatives à la croissance économique, à l'inflation et aux taux d'intérêt à long terme. Nous croyons cependant que les investisseurs à long terme devraient vraiment accorder plus d'importance aux facteurs susceptibles d'exercer une influence fondamentale à long terme sur les nations, les régions, les secteurs et les entreprises.

Les recherches démontrent que des facteurs tels la réglementation, le changement politique, la technologie et les risques systémiques représentent entre 20 et 70% des performances d'une entreprise à long terme, telles qu'évaluées à l'aune du cours de ses actions, de sa rentabilité et de sa part de marché.¹⁰

Du point de vue de l'investissement, ces facteurs globaux pourraient faire l'objet d'une préoccupation spécifique aujourd'hui car ils deviennent de moins en moins prévisibles et ont la réputation d'être difficiles à évaluer. Cette incertitude, même lorsque son issue est bénigne, pourra avoir une énorme incidence sur l'économie mondiale et sur les décisions d'investissement à venir, tant au niveau des pays que des secteurs. Par conséquent, bien connaître ces phénomènes mondiaux est primordial pour les investisseurs du XXI^{ème} siècle.

Il est temps de penser autrement.

Mais quels facteurs mondiaux seront les plus pertinents pour les grands investisseurs ces prochaines décennies? Notre approche de l'analyse à long terme, basée sur les tendances mondiales, implique de s'écarter de la réflexion traditionnelle, centrée autour de scénarios macroéconomiques; les scénarios positifs ne le sont jamais assez, et les scénarios négatifs ne le sont jamais assez non plus. Il est important d'admettre que ces

facteurs ne sont pas figés. Nous proposons donc un ensemble de tendances et facteurs mondiaux, que nous suivons dans le temps, et que nous utilisons comme bases pour élaborer des stratégies résilientes.

Conformément à cette démarche, nous nous concentrons ici sur trois facteurs globaux clés:

1. Données démographiques
2. Technologie et innovation
3. Durabilité et changement climatique

La démographie, moteur d'évolutions à long terme dans la compétitivité des pays

Nous croyons que l'évolution démographique mondiale des prochaines décennies aura deux pans. D'un côté, nous assisterons probablement à une baisse de la natalité. De l'autre, nous devrions observer une augmentation de l'espérance de vie.¹¹ Ces deux facteurs peuvent entraîner la hausse du nombre de non-travailleurs, une tendance qui sera probablement amplifiée par des progrès techniques clés. L'incidence combinée des véhicules autonomes et des drones, ainsi que des solutions commerciales intelligentes (par ex. balises RFID ou boutiques en ligne) risquent de priver les travailleurs peu qualifiés en particulier des principaux emplois alimentaires, qui leur permettaient de subsister par le passé, à savoir la conduite de poids lourds, de taxis ou de fourgons de livraison, ainsi que les emplois du commerce de détail.

Outre les changements inévitables des schémas de la demande, dus à l'évolution démographique, le nombre plus élevé de personnes ne travaillant pas pourrait avoir des conséquences économiques comme une baisse du taux de croissance du PIB par habitant, même si le niveau du PIB reste le même. Des recherches menées aux États-Unis suggèrent qu'une hausse de 10% de la fraction de population d'un pays âgée de plus de 60 ans est associée à une baisse de 8,3% de la croissance économique.¹²

¹⁰ Kewei Hou, G. Andrew Karolyi, and Bong Chan Kho. "What Factors Drive Global Stock Returns?" (quels sont les facteurs à l'origine des rendements des actions à l'échelle internationale?) Revue de Financial Studies, 2011.

¹¹ Département des affaires économiques et sociales de l'ONU/division Populations. "World Population Prospects: The 2017 Revision, Key Findings and Advance Tables." (perspectives démographiques mondiales: principales conclusions et tableaux de progression, version 2017)

¹² Voir Maestas, Nicole, Kathleen J. Mullen et David Powell. 2016. "The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity" (effets du vieillissement de la population sur la croissance économique, la main d'œuvre et la productivité), Rand Labor & Population, document de travail réf.: 1063-1.

Enfin, la démographie se répercutera sur d'autres variables économiques cruciales. Les recherches académiques suggèrent qu'aux États-Unis, la valeur des actions est corrélée aux tendances démographiques. Avec l'âge, les baby boomers sont susceptibles, plutôt que d'investir dans des actions, de vendre ces mêmes titres pour financer leur retraite. Toutes choses égales par ailleurs, cette tendance met la pression sur les multiples boursiers. De plus, les recherches suggèrent que face au déclin de la croissance économique, le taux sans risques devrait lui aussi baisser. Si toutes les données restent constantes, cela impliquera des rendements moins élevés que prévus sur les titres.¹³ Une incertitude clé plane encore toutefois au sujet des niveaux d'aversion au risque des personnes âgées.

Dans l'ensemble, nous pensons que le vieillissement de la population entraînera une redistribution des richesses entre les générations et fera évoluer les schémas de la consommation, créant de nouveaux besoins en produits et services. Cela nécessitera la mise en œuvre de nouveaux projets d'investissement dans les secteurs des infrastructures, de la santé et du bien-être, ainsi que du logement, pour n'en citer que quelques-uns.

En raison de tous ces facteurs, nous prévoyons que la question, pour l'instant toujours plutôt théorique, sur la question du «vieillessement», se manifeste de plus en plus sous la forme de besoins d'investissement concrets. Face au nombre de projets d'investissements qui seront nécessaires, la démographie devrait donc être intégrée en tant que thème clé dans les processus d'allocation d'actifs à long terme.

Technologie et innovation

La numérisation ou, plus généralement, le processus de transformation numérique des entreprises et des secteurs, donne déjà naissance à de nouveaux modèles commerciaux.

Par conséquent, nous assisterons bientôt à l'émergence de nouveaux secteurs, qui n'existaient pas auparavant. Mais, sur le plan des investissements, comment pouvons-nous prendre en compte des secteurs encore inconnus?

La transformation numérique est un changement d'organisation par le biais de l'utilisation des technologies et modèles commerciaux numériques visant à améliorer les performances. Ce n'est pas la même chose que la perturbation numérique, qui quant à elle désigne l'incidence des technologies numériques sur l'actuelle proposition de valeur d'une entreprise.

Une transformation numérique repousse les frontières d'un secteur, et peut aussi avoir des retombées sur d'autres secteurs, qui sont très difficiles à évaluer. L'agilité est donc primordiale face à la transformation numérique et est un indicateur de la capacité à répondre rapidement aux idées que la transformation numérique promeut, ainsi que de la flexibilité d'adaptation du modèle commercial en fonction de ces évolutions. L'agilité est aussi un concept important sur le plan de l'investissement: la capacité à repérer les perturbateurs et les éléments perturbés peut permettre de générer des rendements supplémentaires ou d'éviter des pertes permanentes pour les entreprises incapables de s'adapter.

Durabilité et changement climatique

Les entreprises confondent trop souvent «durabilité» et «responsabilité sociale». La durabilité désigne la capacité d'une entreprise à générer de la valeur à long terme.

Nous pensons qu'un important moteur de stratégies durables sera le changement climatique. Cela devrait avoir des effets variés d'une économie ou d'un secteur à l'autre, et par conséquent d'un rendement sur actif à l'autre. À mesure que l'électrification ou la décarbonisation progressent, la demande en énergies fossiles devrait baisser et beaucoup de pays et de secteurs pourraient être perturbés, ce qui provoquera une chute de la croissance et de la rentabilité dans certains d'entre eux.

¹³ Voir Cornell, Bradford. 2012. "Demographics, GDP, and future stock returns: The implications of some basic principles" (démographie, PIB et rendements boursiers futurs: conséquences de quelques principes de base). Journal de la division Portfolio Management, été.

Les pays dont une grande partie des richesses est liée au carbone se retrouveront probablement confrontés à un ralentissement de la croissance et à une hausse des tensions sociales et politiques. Les compagnies pétrolières, qu'elles soient publiques ou privées, sont une importante source de richesse, et celles qui ne parviendront pas à s'adapter au nouveau paysage énergétique mondial pâtiront de la chute des cours du pétrole. De plus, elles pourront être exposées à un risque réglementaire accru, en cas de renforcement des politiques en matière de changement climatique alors que les conséquences des émissions de gaz à effet de serre deviendront plus concrètes et que la pression sociale montera.

Nouveau paradigme pour l'allocation stratégique d'actifs

L'allocation d'actifs est traditionnellement une approche descendante: certaines variables économiques et financières sont utilisées pour générer des hypothèses en matière de rendement et de risques entre catégories d'actifs. Dans cette démarche, les prix des actifs sont déterminés d'après un ensemble de variables économiques et financières, telles que la croissance, les taux d'intérêt et d'autres conditions monétaires se répercutant sur les performances de toutes les classes d'actifs, y compris le revenu fixe, les titres cotés ou les instruments alternatifs. Face aux objectifs de rendement et à la tolérance au risque d'un investisseur, un processus d'optimisation peut être recherché pour une allocation d'actifs efficace.

Les mégatendances ont-elles leur place dans une approche descendante? Le modèle des flux de trésorerie actualisés souvent associé à la valorisation des actifs est très difficile à appliquer face à la complexité et à l'incertitude qui planent sur ces tendances.

Il pourrait être plus approprié de combiner l'approche descendante à une approche ascendante. Dans l'approche descendante, les thèmes sont identifiés et ceux présentant le plus fort potentiel de perturbation sont prioritaires. Ces thèmes sont utilisés dans l'approche ascendante pour investir dans les titres susceptibles d'en tirer profit et éviter d'investir dans les titres les plus exposés aux effets négatifs de ces tendances.

Dans le monde de demain que nous imaginons pour les investisseurs l'utilisation du cadre traditionnel d'évaluation des risques et de gestion sera lui aussi sérieusement limité. Historiquement, l'un des premiers cadres-types de gestion des risques est le classique rapport risque/rendement de Markowitz, basé sur l'hypothèse qu'il est possible (1) d'identifier, (2) d'évaluer et (3) de mesurer les incertitudes, et donc, les risques.

Mais les enseignements tirés de la décennie passée ont permis de comprendre que l'inconnu qui a détruit des entreprises et des secteurs n'étaient pas composé de risques faciles à quantifier, mais de tendances, catastrophes et crises systémiques mondiales. La diversification ne doit pas se concentrer uniquement sur les classes d'actifs, mais sur les expositions à des thèmes comme la technologie ou le changement climatique, qui ont le potentiel de perturber des entreprises, des secteurs et des pays.

Il est pertinent de rappeler que les investisseurs à long terme, tels les fonds d'investissement souverains, ont des avantages naturels lorsqu'on prend cette approche en compte. Du fait de leur tolérance au risque élevée, d'un long horizon de placement et de la large gamme de classes d'actifs dans laquelle ils peuvent investir, ces fonds sont en mesure de surfer sur les mégatendances mais aussi de générer et saisir des primes de risques connexes. Cette tendance est déjà visible, les fonds d'investissement souverains consacrant une part croissante de leurs placements directs aux technologies révolutionnaires.

La propension à intégrer les tendances et facteurs mondiaux comme la démographie, la technologie et le changement climatique devraient soulever des questions plus importantes. Comment les investisseurs peuvent-ils adopter un cadre d'investissement intégrant les tendances mondiales? Une démarche d'allocation stratégique d'actifs à long terme intégrant les tendances mondiales peut-elle être définie et se traduire en concepts de placement exécutables? Ou ces tendances constituent-elles simplement un point de vue supplémentaire à adopter dans la proposition d'allocation d'actifs?

Nous pensons que l'évolution vers un cadre d'investissement à long terme basé sur des thèmes mondiaux implique un nouvel état d'esprit et, dans le cadre d'un horizon de placement à long terme, les investisseurs devraient s'adapter à ces changements. Les modifications requises sont larges et touchent plusieurs aspects du processus d'allocation d'actifs, de la gouvernance, ainsi que des compétences et états d'esprit nécessaires; en bref, elles constituent le nouveau paradigme de l'investissement à long terme.

UBS Asset Management profite de l'occasion pour vous présenter cette évolution de paradigme en continuant de repousser la frontière des pratiques d'investissement dans les efforts qu'elle déploie pour proposer des résultats plus durables à ses clients à l'avenir.

Passé et futur de l'allocation d'actifs pour les investisseurs à long terme

Allocation d'actifs traditionnelle	Allocation d'actifs à long terme
Plein feux sur les facteurs économiques et monétaires Ne tient compte des mégatendances que lorsqu'elles ont une incidence clairement mesurable sur des facteurs économiques (par ex. démographie)	Rend compte d'un ensemble de tendances variées et interconnectées qui se répercuteront sur la société et l'environnement à l'avenir Dans un monde véritablement mondialisé, la prise en compte des défis (géo)politiques, technologiques et liés à la durabilité est cruciale.
Court-termisme dans le monde des investissements et des entreprises Suivi des tendances et effets trimestriels/annuels (façades) prévalant sur les marchés financiers. Les entreprises investissant dans le rachat de parts plutôt que dans le matériel ou la formation des employés.	Vision à long terme Guidée par les mégatendances pour éviter les perturbations des participations clés des portefeuilles et appréhender les possibilités de croissance à long terme. Ne pas confondre tendances à long terme et battage médiatique!
Indices de référence basés sur la capitalisation du marché et réplique passive Plus l'indice est large, plus le portefeuille est diversifié et sûr?	Approche ascendance libre de toute contrainte Diversification non pas d'un indice de référence, mais d'un panier de bonnes idées à long terme.
Retour à la moyenne Décisions de diversification et de rééquilibrage guidées par des optimisations de variance - covariance et le retour à la moyenne.	Protection contre les perturbations entraînant une perte soudaine et permanente du capital dans votre portefeuille Les actifs peuvent retourner à la moyenne pendant longtemps – jusqu'à ce que cela ne soit plus le cas. La gestion du risque implique d'avoir conscience du risque de perturbation.
Marchés privés/cotés La diversification entre titres liquides cotés et marché fixe permet aux investisseurs de se positionner en limite de l'efficacité en fonction de leurs attentes en matière de risque et de rendement. Les marchés privés sont synonyme d'alpha supplémentaire.	Marchés privés La saisie des occasions de rendement nées des tendances perturbatrices impliquent d'investir davantage sur les marchés privés, théâtre de l'émergence fréquente de nouveaux modèles d'activité. Courir après des chimères
Gouvernance et incitations: mentalité grégaire Promoteurs et clients s'attendant à des performances proches des indices de référence populaires, avec erreurs de suivi et pertes maximales ne dépassant pas les normes du secteur.	Gouvernance et incitations: recherche de valeur à long terme Les investissements à long terme sont particulièrement solides lorsqu'on les associe à des stratégies contracycliques - mais les promoteurs sont-ils prêts à aller à contre-courant? Et pendant combien de temps?
Conservatisme Une allocation stratégique d'actifs (ASA) très similaire au sein de secteurs institutionnels comparables se traduit par des résultats très proches et donc légèrement inférieurs à la moyenne.	Approches novatrices Une tranche centrale (conservatrice) doit être augmentée par des satellites novateurs entièrement axés vers la saisie des opportunités qui accompagnent les mégatendances.

Source: UBS Asset Management.

À propos des auteurs



Bruce Amlicke est Chief Investment Officer chez UBS Multi-Manager Solutions. Sa principale mission est de créer un centre d'excellence unique pour la sélection de gestionnaires alpha tiers parmi les gestionnaires traditionnels et les gestionnaires de hedge funds. Avant de rejoindre UBS en 2010, il a occupé pendant cinq ans les postes de CIO chez Blackstone Alternative Asset Management et de Senior Managing Director du groupe Blackstone. Auparavant, il assumait la fonction de CIO du programme multi-gestionnaires d'O'Connor de 2003 à 2004, ensuite remplacé par HFS. Il a rejoint l'équipe multi-gestionnaires d'O'Connor en 1998.



Ian Ashment est responsable Systematic and Index Investments et chargé de la gestion indicielle et des matières premières ainsi que des stratégies d'actions quantitatives. Auparavant, Ian était Global Head of Structured Beta & Indexing, chargé de la gestion indicielle de l'ensemble des classes d'actifs. Il a débuté sa carrière chez UBS Asset Management en 1985 en tant qu'assistant statisticien avant de devenir gestionnaire stagiaire de fonds d'actions européennes, puis membre du département Quantitative. Ian est président du Comité consultatif régional de FTSE Russell EMEA; et membre du FTSE Policy Group et du S&P's Global Index Advisory Panel.



Maximilian Anderl est responsable de la division Concentrated Alpha Equity et est gestionnaire de portefeuille en chef pour les stratégies sur positions longues uniquement et sur positions longues et courtes de la division Global and European Concentrated Alpha. Maximilian a travaillé dans l'équipe Concentrated Alpha team depuis sa création en 2004 et en a pris la tête en mars 2011. Il est arrivé chez UBS Asset Management à Zurich en 2000 en tant que gestionnaire de fonds d'actions et a rejoint ensuite l'équipe European Equity à Londres en 2002. Avant UBS, Maximilian a travaillé dans les domaines de la recherche académique, de la recherche et développement, ainsi que de la finance d'entreprise pour l'industrie pharmaceutique.



Markus Benzler dirige l'équipe Private Equity de Multi-Managers Real Estate & Private Markets. Son rôle consiste notamment à sélectionner les investissements et gérer les portefeuilles dans le cadre de différents mandats internationaux de private equity et les activités de fonds de fonds Private Equity d'UBS. Markus est membre votant des Multi-Managers Private Equity and Infrastructure Investment Committees. Avant de rejoindre UBS, Markus a travaillé pour Bain & Company à Munich, où il a géré un grand nombre de projets principalement dans les domaines bancaire, industriel et des placements privés en capitaux.



Evan Brown est responsable Macro Asset Allocation Strategy au sein de l'équipe Investment Solutions. Il s'occupe de recherche macroéconomique, de processus d'investissement de l'allocation tactique des actifs et de la direction éclairée pour les clients. Avant de rejoindre UBS, Evan était stratéliste et opérateur pour des portefeuilles axés sur les gros hedge funds chez UBS O'Connor and Millennium. Auparavant, il a dirigé US FX Strategy chez Morgan Stanley et a travaillé pour le New York Fed's Open Markets Desk de 2006 à 2009, où il formait des décideurs seniors et aidait à former des réponses en matière de politique à adapter durant la crise financière mondiale.



Rodrigo Dupleich fait partie de Systematic Investment Group et est basé à Londres. Son équipe se concentre sur le développement et la mise en œuvre de produits d'investissement systématiques. Avant de rejoindre UBS Asset Management en 2016, il a occupé plusieurs postes, dont celui de chercheur et gestionnaire de portefeuilles chez Citi, Tower Research Capital et Barings Asset Management où il a développé et mis en œuvre des stratégies systématiques d'échange basées sur des positions longues/courtes ou uniquement sur des positions longues. Avant de travailler dans la finance, il était chercheur à l'Université de Cambridge et pour le Ministère des finances de Bolivie. Il a publié plusieurs articles de recherche en statistiques et en finance.



Massimiliano Castelli est Responsable Global Strategy, Global Sovereign Markets. Max analyse les tendances du marché qui affectent le comportement en matière d'investissement des banques centrales, des fonds d'investissement souverains et d'autres organes d'investissements contrôlés par les États; il travaille en étroite relation avec les équipes d'investisseurs. Il est leader d'opinion mondial en tendances macroéconomiques, financières et politiques en gestion de fonds souverains. Il était auparavant responsable des affaires gouvernementales pour la section Europe, Moyen-Orient et Afrique d'UBS, ainsi qu'économiste confirmé pour la région EMEA et consultant qui conseillait les gouvernements et les entreprises des marchés émergents pour le compte d'institutions internationales.



Christopher Greenwald a rejoint UBS Asset Management en qualité de Head SI Research, Sustainable and Impact Investing, en février 2017. Avant de rejoindre UBS AM, il travaillait pour RobecoSAM où il dirigeait une équipe de spécialistes sectoriels chargés de l'intégration des critères de durabilité dans le processus d'investissement. Auparavant, il dirigeait l'équipe Sustainability Application and Operations de RobecoSAM supervisant les données de durabilité et le calcul pour les indices Dow Jones Sustainability. Avant d'entrer chez RobecoSAM, Christopher a été Director ESG Content Strategy chez ASSET4/Thomson Reuters.



Jeff Grow est un gestionnaire de portefeuille confirmé et fait partie de l'équipe Australian Strategy. Il met au point des stratégies basées sur les taux d'intérêts australiens et internationaux, utilisées dans tous les portefeuilles australiens. Il est également gestionnaire de portefeuille pour les stratégies à revenu fixe diversifié et gère des portefeuilles détenus à durée longue et courte. Il a rejoint UBS Asset Management en mars 2011 après cinq ans d'expérience à Londres, et a récemment occupé le poste de Directeur, responsable des marchés financiers chez F&C Asset Management, où il s'occupait du marché monétaire et de portefeuilles en GBP, EUR et USD à durée courte. Il a également travaillé pour HSBC Global Asset Management.



Suni Harford a rejoint UBS Asset Management en 2017 en qualité de Head of Investments. Auparavant, elle a travaillé pendant 24 ans chez Citigroup où son dernier poste a été celui de Regional Head of Markets pour l'Amérique du Nord. Suni était également membre du Comité Pension Plan Investment de Citi et du Conseil d'administration de Citibank Canada. Avant cela, elle a occupé les fonctions de Global Head of Fixed Income Strategy and Analysis et de Global Head of The Yield Book Inc. chez Citigroup. Elle a débuté sa carrière à Wall Street dans l'Investment Banking chez Merrill Lynch & Co.



Paul Guest est Lead Real Estate Strategist pour Real Estate Research & Strategy, une activité qui fait partie de Real Estate & Private Markets au sein d'UBS Asset Management (UBS-AM). Il est responsable de l'appui aux mandats d'investissement multi-régionaux. Il est notamment chargé des analyses qualitatives et quantitatives d'économies et de marchés régionaux. Il assure également la liaison entre les différentes fonctions au sein des activités Wealth Management et Investment Bank d'UBS. Paul travaille pour UBS-AM depuis 2015 et est membre du Comité d'investissement Fund of Funds et Multi-Manager.



Dan Heron a rejoint l'équipe Investment Solutions en 2015 et est chargé des activités macroéconomiques et d'allocation d'actifs de l'équipe, qu'il dirige. Dan est également un membre confirmé du groupe de recherche Asset Allocation. Avant de rejoindre UBS, Dan était gestionnaire de portefeuille boursier Royaume-Uni chez Gartmore et était également chargé des stratégies liées aux options pour les hedge funds des marchés boursiers britanniques à grande capitalisation chez Gartmore. Dan a commencé sa carrière en tant que teneur de marché pour Nations-CRT.



Blake Hiltabrand est responsable de Merger Arbitrage Research et gestionnaire de portefeuille confirmé au sein de l'équipe Merger Arbitrage d'O'Connor, basée à Chicago. Avant de rejoindre O'Connor en 2007, il était Assistant Portfolio Manager chez Deephaven Capital and Amaranth Advisors LLP. Auparavant, il a été associé et analyste confirmé chez Goldman Sachs où il travaillait dans la division Actions en tant que spécialiste de l'analyse event-driven.



Federico Kaune est responsable de la division Emerging Markets Fixed Income et supervise la gestion de tous les portefeuilles détenus sur les marchés émergents, y compris en lien avec les activités de recherche, de formulation et de mise en œuvre de la stratégie d'investissement. Avant de rejoindre UBS Asset Management en 2015, Federico était gestionnaire de portefeuille confirmé chez Baffin Advisors. Entre 2002 et 2014, il a occupé divers postes chez Morgan Stanley Investment Management, y compris la direction conjointe du service chargé de la dette des marchés émergents de 2010 à 2014. Avant de rejoindre MSIM, Federico a été économiste Andean confirmé chez Goldman Sachs pendant cinq ans, après avoir servi en tant qu'économiste auprès du Fonds monétaire international (FMI) à Washington.



Boriana Iordanova est analyste Indices au sein de l'équipe Indexing. Elle est ainsi responsable de la recherche sur les indices, dont les indices de bêta alternatif. Boriana a rejoint UBS Asset Management en 2010. Avant cela, elle a été analyste Actions chez Sanford C. Bernstein où elle couvrait les valeurs financières, et analyste Investment banking chez Putnam Lovell où elle s'occupait des fusions et acquisitions dans le secteur de la gestion d'actifs.



Nicole Lim fait partie de l'équipe Concentrated Alpha Equity. Elle est chargée de communiquer la stratégie aux clients internes et externes et de soutenir le processus d'investissement en qualité d'analyste. Auparavant, Nicole était basée à Londres comme spécialiste associée des marchés boursiers et couvrait les marchés européens, internationaux et du Royaume-Uni. Elle était chargée de soutenir les activités de marketing et de communication de ces stratégies auprès des clients et des prospects du monde entier. Nicole a commencé sa carrière dans la finance en tant que stagiaire au service des placements industriels d'UBS Asset Management en 2012, avant de retourner à l'université pour terminer ses études d'économie.



Declan O'Brien a rejoint UBS Asset Management en 2017 en qualité de Senior Infrastructure Analyst au sein de l'équipe Research & Strategy qui fait partie de Real Estate & Private Markets (REPM). Il est principalement responsable des analyses qualitatives et quantitatives des marchés d'infrastructures inter-régionaux. Declan travaillait auparavant au sein de Legal & General Investment Management où il était chargé de l'analyse et de la stratégie dans le secteur des infrastructures.



Ryan Primmer est le responsable des Investment Solutions M. Primmer est chargé de toutes les activités de supervision de la division Investment Solutions, y compris des équipes des services Asset Allocation, Portfolio Management, Implementation, Analytics et Modelling. Il a rejoint UBS en juin 2018 et travaillait auparavant pour KCG Holdings, une société américaine de services financiers internationaux, où il a été en poste de 2013 à 2017. Dernièrement, il a dirigé les divisions Quantitative & Systematic Trading et Global Quantitative Strategies, et a également fait partie du Comité exécutif de la société.



Valeria Piani a rejoint UBS Asset Management et l'équipe Stewardship en décembre 2017 et est chargée des activités de coordination et de participation auprès des sociétés détenues en portefeuille, en lien avec des facteurs environnementaux et sociaux. Avant de rejoindre UBS-AM, Mme Piani était Directrice associée auprès de Principles for Responsible Investment (PRI, principes pour l'investissement responsables) où elle a dirigé les travaux de l'équipe chargée de la participation ESG. Elle était responsable du développement et de la gestion de diverses solutions de participation collaborative sur des questions environnementales, sociales et de gouvernance.



Bin Shi fait partie de l'équipe Global Emerging Market and Asia Pacific Equities, située à Hong Kong. Il est Country Analyst et Portfolio Manager pour la Chine et plus particulièrement pour les titres chinois cotés tant sur les places boursières nationales qu'à l'étranger. Il était auparavant responsable de l'activité internationale, gestionnaire de portefeuille et analyste chez Boshi Fund Management Co. Avant cela, il a travaillé aux États-Unis en tant que gestionnaire de portefeuille et analyste pour plusieurs sociétés américaines de gestion de fonds communs de placement. Il a rejoint UBS Asset Management en janvier 2006 et gère le Greater China Fund depuis avril 2006.



Geoffrey Wong est Head Global Emerging Markets and Asia Pacific Equities. A ce titre, il chapeaute l'ensemble des équipes, des stratégies et de la recherche Actions pour l'ensemble des ME, le Japon et l'Australie. Geoffrey a rejoint UBS Asset Management en 1997. Avant cela, il avait co-fondé une société de gestion de placement en Asie, où il était responsable de l'allocation d'actifs et de la sélection des titres pour des portefeuilles institutionnels mondiaux et régionaux. Il a également été membre du conseil d'administration de la Bourse de Singapour.



Xiaochen Zhao est analyste quantitatif au sein de l'équipe Systematic & Index Investment chez UBS Asset Management à Londres. Il est principalement chargé de concevoir et développer des solutions d'investissement systématique. Avant de rejoindre l'équipe en 2017, il a travaillé pour UBS Investment Bank en tant qu'analyste quantitatif au sein de l'équipe Portfolio Quantitative Analytics. Xiaochen est titulaire d'un PhD en Signal Processing de l'Imperial College de Londres et a rédigé diverses publications sur le traitement des signaux et l'apprentissage automatique.

À propos d'UBS Asset Management

Ce que nous proposons:

Quel que soit votre profil ou votre horizon de placement, vous trouverez la solution qui vous convient au sein de notre gamme complète de styles et de stratégies d'investissement actives et passives, aussi bien pour les classes d'actifs traditionnelles qu'alternatives. Nous proposons également des solutions de plateforme et de conseil à notre clientèle (institutions, intermédiaires de gros et gestionnaires de patrimoine). Nous avons une vocation internationale avec des bureaux principaux à Chicago, Francfort, Hartford, Hong Kong, Londres, New York, Singapour, Sydney, Tokyo et Zurich. Nos actifs investis s'élèvent à un total de 830 milliards d'USD¹⁴ et nous employons quelque 3 600¹⁵ collaborateurs, dont plus de 900 spécialistes des placements, dans 23 pays.

Qui nous sommes:

Nous sommes l'un des principaux gestionnaires de placements alternatifs: numéro deux mondial de la gestion de fonds de hedge funds¹⁶ et numéro cinq mondial de la gestion de placements immobiliers directs.¹⁷ Nous sommes également un établissement de premier plan en Europe, le numéro un de la gestion de fonds communs de placement en Suisse,¹⁸ le troisième gestionnaire de portefeuilles en Europe¹⁹ et la première société étrangère en Chine.²⁰ L'offre unique de stratégies passives d'UBS, dont des stratégies indicelles et systématiques, comprend des solutions de bêta intelligent, d'indices alternatifs et d'autres solutions sur mesure, nous permettant de répondre au mieux aux besoins de nos clients. Nous sommes la deuxième société de gestion indicelle²¹ et le quatrième plus gros fournisseur d'ETF en Europe²².

La performance passée ne saurait préjuger des résultats futurs.

¹⁴ Au 30 septembre 2017

¹⁵ dont environ 1300 dans le Corporate Centre au 31 décembre 2017.

¹⁶ HFM InvestHedge Billion Dollar Club, publié en septembre 2018

¹⁷ Pensions and Investments, October 2018 (based on data to 30 June 2018).

¹⁸ Morningstar/Swiss Fund Data FundFlows, septembre 2018.

¹⁹ Institutional Investor Euro 100, sur la base des données au 30 juin 2017

(actifs discrétionnaires uniquement, à la fois pour UBS WM et AM, hors actifs de fonds de fonds).

²⁰ Z-Ben Advisors: 2018 China Rankings, avril 2018.

²¹ UBS Asset Management analysis, May 2018.

²² Analyses sectorielles ETFGI European ETF et ETP, février 2018.

Le présent document est fourni par UBS à des fins de marketing et d'information. Réservé à la clientèle et aux investisseurs professionnels / qualifiés / institutionnels.

Le présent document ne remplace pas la documentation propres aux différents portefeuilles et fonds. Les commentaires qu'il contient portent sur des considérations économiques ou stratégiques générales et ne se réfèrent à aucun fonds enregistré ni à aucun autre fonds commun de placement.

Amérique

Les opinions exprimées dans le présent document reflètent les opinions générales d'UBS Asset Management en novembre 2018. Les informations qu'il contient ne doivent pas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente de titres, d'une stratégie ou d'un fonds en particulier. Les commentaires qu'il contient portent sur des considérations économiques ou stratégiques générales et ne se réfèrent à aucun fonds, produit ou stratégie proposés par UBS Asset Management. Les informations contenues dans le présent document ne relèvent pas de la recherche financière. Elles n'ont pas été préparées en conformité avec les exigences visant à promouvoir l'indépendance de la recherche financière d'une quelconque juridiction et ne sont assujetties à aucune interdiction de négoce avant diffusion. Les informations et les opinions figurant dans ce document ont été compilées ou obtenues à partir de sources considérées comme fiables et dignes de foi. Ces informations et opinions peuvent faire l'objet de modifications sans notification préalable. Un soin particulier a été apporté à la vérification de l'exactitude de ces informations, mais aucune responsabilité ne saurait être acceptée en cas d'erreurs ou d'omissions. Un certain nombre de commentaires figurant dans ce document s'appuient sur les anticipations actuelles et sont considérés comme des «déclarations prospectives». Toutefois, les résultats effectifs futurs peuvent se révéler différents des anticipations. Les opinions exprimées ici reflètent le jugement d'UBS Asset Management au moment de la rédaction du document et aucune obligation de mise à jour ou de modifications des déclarations prospectives qu'il contient suite à des informations nouvelles, à des événements futurs ou à toute autre cause ne saurait être acceptée. En outre, ces opinions ne constituent en aucun cas une prévision ou une garantie de la performance future d'un quelconque titre, classe d'actifs ou marché. De même, elles ne constituent en aucun cas une prévision de la performance future d'un quelconque compte, portefeuille ou fonds d'UBS Asset Management.

EMEA

Les informations collectées et les avis émis dans ce document reposent sur des données dignes de confiance et des sources fiables, sans prétendre toutefois à l'exactitude ni à l'exhaustivité des indications ou synthèses relatives aux titres, marchés et évolutions dont il est question. UBS SA ainsi que les autres membres du Groupe UBS sont autorisés à prendre des positions d'achat et/ou de vente sur les titres ou les autres instruments financiers mentionnés dans le document.

Avant d'investir dans un produit, veuillez lire le dernier prospectus en date avec la plus grande attention. Il se peut que les parts des fonds UBS citées dans le présent document soient inadaptées ou interdites à la vente dans diverses juridictions ou pour certains groupes d'investisseurs, et ne puissent être ni proposées, ni vendues, ni livrées aux Etats-Unis. Les informations figurant dans ce document ne constituent en aucun cas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente de titres ou de tout autre instrument financier. La performance passée ne saurait préjuger des résultats futurs. La performance représentée ne tient pas compte de commissions et de frais éventuels prélevés lors de la souscription et du rachat de parts. Les commissions et les frais peuvent influencer négativement sur la performance. Si la monnaie d'un instrument ou d'un service financier est différente de votre devise de référence, les fluctuations de change peuvent entraîner une baisse ou une hausse du rendement. Le présent document a été établi indépendamment d'objectifs de placement spécifiques ou futurs, d'une situation financière ou fiscale particulière ou des besoins propres à un destinataire précis.



www.ubs.com/am-linkedin

© UBS 2018. Tous droits réservés.

AMMA-707 11/18

www.ubs.com/am

Les informations et opinions exprimées dans ce document sont fournies par UBS sans aucune garantie et elles sont destinées à l'usage personnel de leur destinataire et à des fins informatives uniquement. Toute reproduction, distribution ou réédition du présent document, quel qu'en soit l'objectif, est interdite sans l'autorisation écrite préalable d'UBS SA.

Ce document contient des hypothèses qui constituent des anticipations et qui comprennent, de manière non exclusive, des hypothèses relatives au développement futur de nos affaires. Si ces anticipations représentent notre appréciation et nos prévisions relatives au développement futur de nos affaires, un certain nombre de risques, d'incertitudes et d'autres facteurs importants pourraient faire en sorte que l'évolution et les résultats réels diffèrent matériellement de nos attentes.

Royaume-Uni

Publié au Royaume-Uni par UBS Asset Management (UK) Ltd., entité agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority.

APAC

Le présent document et son contenu n'ont été ni soumis à l'examen, ni remis à, ni enregistrés auprès d'une quelconque autorité de réglementation ou de tout autre autorité compétente dans la région APAC. Ce document est fourni à titre d'information et ne doit pas être considéré comme une offre ou une sollicitation directe ou indirecte d'achat ou de vente de titres. Ce document est destiné à une distribution limitée et uniquement dans la mesure autorisée par les lois en vigueur dans votre juridiction. Aucune déclaration n'est faite quant à l'éligibilité des destinataires du présent document à l'acquisition de droits sur des titres en vertu des lois en vigueur dans leur juridiction.

Toute utilisation, copie, redistribution ou réédition de tout ou partie du présent document sans le consentement écrit préalable d'UBS Asset Management est interdite. Les déclarations relatives aux objectifs de performance, aux risques et/ou aux objectifs de rendement ne constituent en aucun cas un engagement ou une garantie que ces objectifs ou anticipations seront respectés ou que les risques seront totalement divulgués. Les informations et les opinions figurant dans ce document ont été compilées ou obtenues à partir de sources considérées comme fiables et dignes de foi, mais aucune responsabilité ne saurait être acceptée en cas d'erreurs ou d'omissions. Ces informations et opinions peuvent faire l'objet de modifications sans notification préalable. Un certain nombre de commentaires figurant dans ce document s'appuient sur les anticipations actuelles et sont considérés comme des «déclarations prospectives». Toutefois, les résultats futurs peuvent se révéler différents des anticipations et un risque ou un événement imprévu peut survenir à l'avenir. Les opinions exprimées ici reflètent le jugement d'UBS Asset Management au moment de la rédaction du document et aucune obligation de mise à jour ou de modifications des déclarations prospectives qu'il contient suite à des informations nouvelles, à des événements futurs ou à toute autre cause ne saurait être acceptée.

Il vous est recommandé d'appréhender le présent document avec prudence. Les informations qu'il contient ne constituent pas des conseils et ne tiennent pas compte de vos objectifs de placement, de votre situation financière, juridique ou fiscale, ou de vos besoins particuliers à tout autre égard. Les investisseurs doivent être conscients que la performance passée ne saurait en aucun cas présager de la performance future. Les opportunités de gain s'accompagnent d'un risque de perte. Si vous avez le moindre doute concernant le contenu du présent document, veuillez consulter un conseiller professionnel indépendant.

Australie

Le présent document est fourni par UBS Asset Management (Australia) Ltd, ABN 31 003 146 290 et licence AFS n°222605.

Source pour toutes les données et graphiques (en l'absence d'indication contraire): UBS Asset Management

Le symbole des clés et UBS font partie des marques protégées d'UBS.

