

# Panorama

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

Deuxième semestre 2018 | UBS Asset Management



## Opportunités dans un contexte de maturation du cycle

06	Vue d'ensemble	12	Principales opinions d'investissement	16	Opinions sur les classes d'actifs
----	----------------	----	---	----	--------------------------------------

Dans ce numéro de *Panorama : Deuxième semestre 2018*, nos spécialistes seniors des classes et de l'allocation d'actifs évaluent les défis et les opportunités pour les investisseurs dans les prochains mois.

Ce numéro aborde les points suivants :

- L'impact sur l'attrait des différentes classes d'actifs de la maturation du cycle économique américain et des perspectives baissières pour les rendements et haussières pour la volatilité
- La manière dont la hausse des taux d'intérêt américains change la donne pour les investisseurs en obligations et les raisons pour lesquelles il convient de faire preuve de souplesse dans les prochains mois
- Les opinions sur nos autres domaines d'investissement compte tenu des perspectives de performance des actifs liquides et alternatifs
- Les opinions de nos équipes en charge des placements durables et systématiques et des actions des marchés émergents

Les pages suivantes, qui proposent différents points de vue reflétant l'étendue de nos compétences mondiales, ont pour objectif de vous aider à relever les défis auxquels vous êtes confrontés en matière de placement.

Pour en savoir plus sur nos opinions et prévisions, et pour accéder aux précédents numéros de *Panorama*, dont le numéro intitulé «Investir en 2018 : Défis et opportunités à venir», veuillez consulter le site [ubs.com/am-insights](https://ubs.com/am-insights).



# Sommaire

## 3 Introduction : Il est temps de penser autrement

## 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 Stratégies de hedge funds

## 16 Opinions sur les différentes classes d'actifs

16 Placements systématiques et indiciels :  
*Investissement multifactoriel*

20 Actions : *Encore du potentiel haussier*

22 Obligations : *Les temps changent*

25 Immobilier : *Garder le cap*

26 Infrastructures : *Besoin de capitaux privés*

27 Private equity : *La performance est au rendez-vous*

28 O'Connor : *Un contexte idéal*

30 Investissements durables et à impact social :  
*La prochaine frontière*

32 A propos des auteurs

## 35 Pourquoi UBS Asset Management ?

### Informations sur la publication

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

### Rédacteurs en chef

Claire Evans et Dan Heron

### Rédacteurs

Lavonne Kuykendall et Beth Roberts

### Conception

UBS Asset Management  
Creative Studio, New York

[ubs.com/panorama](https://ubs.com/panorama)



**Suni Harford**  
Head of Investments

# Il est temps de penser autrement

2018 a déjà apporté son lot de nouveaux défis pour les investisseurs. Les conditions de marché depuis le début de l'année sont différentes, voire contrastent largement avec celles qui ont prévalu pendant la majeure partie du temps depuis la crise financière, à savoir une volatilité faible et un scénario de taux «plus bas plus longtemps». Pour la première fois depuis dix ans, le spectre de l'inflation a ressurgi aux Etats-Unis. Par ailleurs, les risques géopolitiques se sont accentués, le populisme gagnant du terrain un peu partout et le discours protectionniste du président Trump (avec le slogan «America First») remettant en cause le statu quo qui régnait jusqu'à présent au niveau du commerce mondial.

Cependant, si la croissance est moins synchronisée sur le plan mondial, elle n'en demeure pas moins solide et supérieure à la tendance. Comme le fait justement remarquer Erin Browne, Head of Asset Allocation, dans les pages qui suivent, le cycle actuel de l'économie américaine est le second plus long depuis 1945, et tout porte à croire que la récente réforme fiscale va encore stimuler la demande aux Etats-Unis. De plus, en dehors des Etats-Unis, les politiques monétaires restent accommodantes.

Toutefois, dans les prochaines années, les investisseurs devront sans doute s'habituer à des rendements plus faibles pour les actifs risqués. En outre, étant donné les incertitudes sur le plan macroéconomique et l'augmentation des risques géopolitiques, l'ensemble des classes d'actifs devraient subir une volatilité plus forte qu'en 2017.

Dans un tel contexte, les investisseurs doivent, selon nous, penser autrement, se démenier davantage et se montrer plus précis s'ils veulent bénéficier de rendements ajustés du risque attrayants. Les stratégies Buy and hold ont globalement fait leurs preuves depuis la crise financière, mais les investisseurs doivent maintenant accorder davantage d'importance à la tactique.

Pour la première fois depuis dix ans, le spectre de l'inflation a ressurgi aux Etats-Unis.

## Les obligations à taux variables, le crédit de courte duration et les actifs titrisés présentent des caractéristiques qui en font des investissements attrayants dans le contexte actuel.

C'est ce point que souligne Charlotte Baenninger, notre Head of Fixed Income. Selon elle, les investisseurs doivent envisager d'autres placements que les obligations traditionnelles pour se protéger contre une éventuelle hausse des taux au niveau mondial et profiter des opportunités à court terme à mesure qu'elles se présentent. Les obligations à taux variables, le crédit de courte duration et les actifs titrisés présentent des caractéristiques qui en font des investissements attrayants dans le contexte actuel. Il y a aussi les innovations de notre équipe en charge des investissements durables et à impact social qui avance des arguments convaincants quant à l'intérêt d'intégrer les critères ESG dans l'analyse fondamentale du crédit plutôt que de les appréhender de manière séparée.

Sur les marchés d'actions internationaux, le regain de volatilité devrait s'accompagner d'une dispersion accrue des titres, ce qui pourrait se traduire pour les investisseurs actifs se basant sur de fortes convictions par un contexte plus favorable que jamais depuis la fin de la crise financière.

La dislocation des marchés émergents a pendant longtemps été une bonne source d'alpha pour les investisseurs aguerris. Les événements en Turquie, en Argentine, au Brésil et dans d'autres pays font cependant craindre une répétition du «taper tantrum» de 2013. Pour Geoffrey Wong, Head of Emerging Market and Asia Pacific Equities, le cycle des marchés émergents (ME) en est encore à ses débuts. De plus, grâce à la nette amélioration de la situation financière, les gouvernements et les entreprises des ME sont mieux armés pour faire face à la hausse du dollar américain (USD) et des coûts de financement en USD.

Les efforts incessants de nos équipes en charge des stratégies actives pour générer un alpha durable les amènent à réfléchir constamment à l'efficacité de nos processus d'investissement.

La quête d'alpha à des conditions avantageuses s'est traduite par un afflux important des institutionnels vers les mandats de placement intégrant des facteurs «actions» l'an dernier. Selon nous (page 16), il est essentiel d'isoler les primes liées aux différents facteurs pour optimiser le budget de risque, réduire les risques systématiques, limiter le drawdown (perte maximale) et générer un alpha plus conséquent.

Dans les prochaines années, le défi le plus important auquel seront confrontés les investisseurs multi-actifs sera sans doute de savoir si la corrélation négative entre les actions et les obligations va persister. Au cours de la dernière décennie, ces investisseurs ont pu recourir aux emprunts d'Etat pour diversifier de manière simple et efficace leurs portefeuilles d'actions internationales. L'analyse historique montre que la relation statistique entre les obligations et les actions devient plus positive à mesure que l'inflation augmente. Autant dire que l'efficacité de l'allocation d'actifs d'un grand nombre d'investisseurs risque d'être remise en cause et que les placements alternatifs comme la dette infrastructure et le private equity ont toutes les chances de connaître un succès grandissant. Dans le contexte actuel, l'une des stratégies de diversification les plus intéressantes nous semble être l'arbitrage sur fusions (page 28). En effet, l'activité de fusions et acquisitions (F&A) est dopée par l'abondance de liquidités dont disposent les entreprises tandis que les primes de risque liées à l'arbitrage sont inhabituellement élevées du fait notamment des risques géopolitiques. L'association de ces deux éléments devrait donner lieu à de belles opportunités sans corrélation avec les classes d'actifs traditionnelles.

Nous espérons que cette mise à jour semestrielle qui couvre les classes d'actifs aussi bien traditionnelles qu'alternatives vous aidera à faire face aux défis à venir. Dans un contexte d'augmentation des risques, mais aussi des opportunités, penser autrement est la clé du succès.

L'analyse historique montre que la relation statistique entre les obligations et les actions devient plus positive à mesure que l'inflation augmente, remettant ainsi en cause l'efficacité de l'allocation d'actifs d'un grand nombre d'investisseurs.

# Vue d'ensemble

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



**Erin Browne**  
Head of Asset Allocation,  
Investment Solutions

Au cours des dernières semaines, le ralentissement du taux de croissance de l'économie mondiale par rapport à ses niveaux très élevés de fin 2017 et de début 2018 est devenu évident.

Les taux de croissance des divers pays et régions ont commencé à se différencier et sont moins synchronisés. L'économie américaine se distingue toutefois par sa relative solidité dans ce contexte de ralentissement généralisé de la croissance. Mais ce qu'il faut surtout retenir c'est que, malgré sa modération, la croissance de l'économie mondiale reste robuste et supérieure à la tendance. Les politiques monétaires étant globalement toujours accommodantes, le récent ralentissement ne devrait pas, selon nous, provoquer un retournement de la demande ni déboucher, dans l'immédiat, sur une récession mondiale.

Aux Etats-Unis, le cycle de croissance actuel se distingue par sa longévité par rapport aux normes historiques. En mai, on a ainsi atteint la deuxième plus longue phase d'expansion depuis 1945. La «Tax Cut and Jobs Act» de fin 2017 et la loi sur les dépenses adoptée plus tôt dans l'année devraient doper l'éco-

nomie américaine à un moment où, en l'absence de telles mesures, les moteurs de la demande auraient dû s'essouffler.

En particulier, la réforme fiscale contribue à soutenir la forte augmentation des investissements des entreprises américaines. Tout cela nous incite à rester confiants quant à la croissance de la productivité et de la demande malgré la longévité exceptionnelle du cycle. Nous tablons ainsi sur une nouvelle accélération de la demande américaine au cours de l'année. La croissance de la consommation reste solide et elle devrait, elle aussi, profiter de l'augmentation du revenu disponible suite à la diminution des impôts. L'économie américaine pourrait certes souffrir du niveau élevé des prix du pétrole, mais vu l'augmentation des exportations de pétrole des Etats-Unis, la récente hausse des prix de l'énergie ne remet pas vraiment en cause les perspectives de croissance. Bien plus, les investissements et l'emploi





dans les secteurs de l'énergie enregistrent toujours une forte croissance.

En comparaison historique, le chômage est globalement très faible aux Etats-Unis et il continue de baisser. Les nouvelles offres d'emplois étant supérieures au nombre de personnes recherchant un emploi pour la première fois en 17 ans, le marché américain est, selon nous, au niveau du plein emploi, ou en est tout du moins assez proche. L'augmentation des salaires devrait donc être plus prononcée dans les prochains mois, mais il est vrai que l'on part de niveaux plutôt bas. Avec le resserrement des écarts de production, l'inflation devrait rester orientée à la hausse.

La politique monétaire américaine reste cependant pour l'heure plutôt accommodante. Les taux directeurs réels sont toujours pratiquement nuls. Bien que la Réserve fédérale (Fed) soit, de toute évidence, plus confiante quant à la croissance et à l'inflation, son discours continue d'osciller entre agressivité et souplesse. Selon les minutes de la réunion du FOMC de juin, «les risques pesant sur les perspectives économiques sont globalement équilibrés». A moins d'une nette accélération de l'inflation

ou de tout autre signe de surchauffe de l'économie, nous ne pensons donc pas que la Fed abandonnera son approche de normalisation progressive de la politique monétaire. Certes, à un moment donné, elle sera amenée à adopter une politique restrictive mais, pour l'heure, ni les données ni le discours ne pointent en ce sens, d'autant plus que l'appréciation de l'USD entraîne déjà un durcissement des conditions financières pour les entreprises et les consommateurs américains.

Au niveau international, la vigueur de l'économie américaine commence à contraster fortement avec la situation dans les autres pays, où le ralentissement de la croissance est plus marqué. L'Europe continentale s'est distinguée défavorablement puisque, après avoir été la région où les surprises économiques à la hausse ont été les plus fréquentes, elle est rapidement devenue celle où les surprises à la baisse sont les plus impor-

tantes. Selon nous, la récente modération des indicateurs avancés et des données objectives est due en partie à des facteurs exceptionnels comme l'absentéisme pour raisons médicales inhabituellement élevé suite à la vague de froid, ou le calendrier des jours fériés. Toutefois, si l'économie continue à afficher une croissance légèrement supérieure à la tendance, l'essoufflement des taux de croissance dans le secteur manufacturier et dans celui des services ne fait aucun doute à court terme. L'augmentation des coûts des intrants tirée par la hausse des prix du pétrole devrait avoir un impact important. Au niveau des différents pays, les derniers indices PMI composite sont en net recul en France et en Allemagne. D'ailleurs, à travers ses récentes annonces, la Banque centrale européenne (BCE) reconnaît implicitement cette faiblesse.

**Au niveau international, la vigueur de l'économie américaine commence à contraster fortement avec la situation dans les autres pays, où le ralentissement de la croissance est plus marqué.**

Ainsi, dans sa déclaration du mois de juin, elle a certes fait part de son intention de mettre fin aux rachats d'actifs fin 2018, mais elle a aussi précisé qu'elle continuerait à investir le produit des obligations arrivées à échéance «aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables». La BCE a aussi exclu tout relèvement de ses taux directeurs au moins jusqu'à l'été 2019.

Parallèlement, l'euphorie provoquée par les perspectives d'intégration et de réforme de grande ampleur dans la zone euro suite à l'élection d'Emmanuel Macron en France est retombée. En Allemagne, après bien des difficultés, un accord de coalition a finalement été conclu entre les chrétiens-démocrates d'Angela Merkel et les sociaux-démocrates. En Italie, la situation politique est complexe et incertaine. Les premières tentatives de formation d'un gouvernement de coalition entre les populistes d'extrême-droite de la Ligue et le mouvement antisystème 5 étoiles se sont heurtées au refus du président italien de nommer un ministre des finances

anti-euro. Face à l'envolée des rendements obligataires italiens, un compromis a toutefois été rapidement trouvé. L'engagement des partis au pouvoir à baisser les impôts et à augmenter les dépenses reste néanmoins une source de préoccupation pour les marchés. Pour les actifs européens, la prime liée au risque politique a toutes les chances de rester élevée avec deux partis non conventionnels à la tête du gouvernement italien susceptibles de ne pas respecter les règles budgétaires de la zone euro. Tout cela intervient à un moment où les négociations entre l'Union européenne et le Royaume-Uni semblent bloquées sur plusieurs questions dont celle de la frontière irlandaise.

En Chine, les derniers chiffres continuent de pointer vers une modération de la croissance de la demande à mesure que les politiques visant à rééquilibrer l'économie et à réduire l'endettement produisent leurs effets. Il est clair qu'une guerre commerciale ouverte avec les Etats-Unis pénaliserait la croissance chinoise. Le 15 juin, le président Donald Trump a annoncé pour 50 milliards d'USD de nouveaux tarifs douaniers en réponse à ce que les américains considèrent comme un vol systématique de propriété intellectuelle par la Chine. Les autorités chinoises ont menacé de riposter par des droits de douane identiques. Les négociations commerciales avaient pourtant commencé sur un ton plutôt conciliant et il semblait que le pragmatisme économique finirait par l'emporter. Le ton est cependant monté récemment, faisant craindre une accentuation des tensions et une guerre commerciale généralisée. Parallèlement, l'inclusion, le 1<sup>er</sup> juin, des actions A chinoises dans le très populaire indice MSCI des marchés émergents représente une étape, modeste mais essentielle, dans l'intégration de la Chine au système des marchés financiers internationaux.

Au Japon, les derniers chiffres de l'économie ont été contrastés. Le PIB du premier trimestre s'est contracté après huit trimestres consécutifs de croissance, soit la plus longue période d'expansion ininterrompue depuis la fin des années 1980. Plusieurs éléments laissent penser qu'il s'agit là d'une faiblesse temporaire. En effet, la croissance des bénéfices et des salaires est en pleine accélération et les exportations restent solides. En revanche, jusqu'à présent, rien n'indique que cela va avoir des effets sur l'inflation malgré une certaine tension sur le marché du travail domestique. La modération de la croissance mondiale présente quelques avantages pour les actifs risqués. Ainsi, en dehors des Etats-Unis, les politiques monétaires devraient rester accommodantes pendant un moment encore. Le durcissement des conditions monétaires devrait s'opérer sur une période plus longue encore que nous ne le pensions. Les propos conciliants tenus récemment par de hauts responsables de la BCE et de la Banque du Japon, qui contribuent toutes deux largement à la liquidité mondiale, ainsi que par la Banque du Canada et la Riksbank suédoise nous confortent dans cette idée.

Selon nous, seuls les Etats-Unis sont dans une situation de hausse soutenue des prix. Et même là, les pressions inflationnistes sont relativement modérées. Toutefois, dans la mesure où la Fed est la seule grande banque centrale à avoir entamé un véritable resserrement de sa politique et où l'économie américaine est dopée par les mesures de relance budgétaire alors que la croissance ralentit partout ailleurs, l'USD devrait s'apprécier à court terme. A plus long terme, nous restons en revanche plus négatifs.

Nous restons globalement confiants quant aux marchés d'actions internationaux, la croissance sous-jacente de la demande mondiale étant supérieure à la tendance et les valorisations plus inté-

L'euphorie provoquée par les perspectives d'intégration et de réforme de grande ampleur dans la zone euro suite à l'élection d'Emmanuel Macron en France est retombée.



## L'augmentation du rendement nominal des obligations ne nous semble pas être de facto un facteur négatif pour les actions.

ressantes suite à la récente progression des bénéfices. L'augmentation du rendement nominal des obligations ne nous semble pas être de facto un facteur négatif pour les actions. L'analyse historique montre que les actions souffrent lorsque les rendements réels à 10 ans dépassent la croissance réelle du PIB. Or, nous en sommes encore bien loin, y compris aux Etats-Unis. Nous craignons cependant une hausse structurelle de la corrélation entre les actions et les emprunts d'Etat. L'éventail des possibilités en termes de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt étant de plus en plus large au niveau mondial, une hausse modérée et durable de la volatilité est probable pour toutes les grandes classes d'actifs par rapport à 2017.

A l'instar de ce qui s'est passé aux Etats-Unis, les bénéfices des entreprises ont été partout très élevés. La dernière saison des résultats trimestriels a même été la meilleure de la décennie pour le S&P 500. Au regard de la solide rentabilité des entreprises, une forte baisse des actions américaines et, plus généralement, des actions internationales nous semble exclue. Les actions internationales présentent toujours des valorisations attrayantes par rapport aussi bien aux emprunts souverains qu'aux obligations d'entreprises. La croissance plus forte que prévu des bénéfices des entreprises et l'augmentation des rendements des actionnaires devraient rester des facteurs de soutien clés dans les prochains mois, en particulier pour les actions américaines.

Pour leur part, les actions des marchés émergents (ME) ont souffert ces der-

niers mois sur fond d'appréciation de l'USD et d'augmentation des taux américains. Les incertitudes quant à la situation économique de l'Argentine et de la Turquie ont par ailleurs fait craindre un retour aux niveaux de volatilité qui avaient accompagné le «taper tantrum». Pour notre part, nous restons optimistes. Loin de nous l'idée de nier que la hausse de l'USD et des rendements américains pénalise les pays émergents dépendant fortement des financements externes et qu'au sein de l'univers des ME dans son ensemble, certains problèmes politiques et économiques persistent. Il n'en demeure pas moins que la croissance de la demande globale des ME est solide, que l'inflation est faible et que les politiques monétaires sont toujours plutôt accommodantes. Par ailleurs, le développement des relations commerciales entre les pays émergents constitue, selon nous, un facteur d'atténuation essentiel (sauf pour le Mexique) des effets d'une diminution des échanges commerciaux avec les Etats-Unis. La dynamique de croissance mondiale toujours solide, les valorisations attrayantes et les marges plus élevées devraient plus que compenser les conséquences éventuelles d'un durcissement des conditions financières du fait de la hausse de l'USD et des rendements des bons du Trésor américains.

En Europe, la croissance des bénéfices à court terme a été plombée par l'appréciation de l'euro. La tendance s'est cependant inversée depuis lors. La reprise structurelle des bénéfices devrait, selon nous, se poursuivre, soutenue par l'augmentation des capacités d'endettement, la croissance des dividendes, les rachats d'actions et le levier opérationnel rendus possibles par l'expansion des marges. Si à court terme, les inquiétudes d'ordre géopolitique pourraient l'emporter sur les fondamentaux, nous sommes toujours convaincus que les actifs européens sont porteurs de valeur à plus long terme.

Au Japon, l'inflation sous-jacente reste modérée malgré la résorption des écarts de production, laissant augurer un ajustement très progressif de la politique monétaire accommodante menée actuellement. Toutefois, nous sommes légèrement moins optimistes quant aux actions japonaises après leur surperformance récente, car les risques politiques et de surchauffe de l'économie sont de plus en plus importants. De plus, un raffermissement du JPY serait probablement mal accueilli par les investisseurs en actions étant donné la sensibilité aux volumes d'exportation.

## Les actions des marchés émergents ont souffert ces derniers mois sur fond d'appréciation de l'USD et d'augmentation des taux américains.

Côté obligations, nous restons négatifs sur la duration globale. L'augmentation des prix du pétrole devrait continuer à soutenir la hausse des rendements obligataires nominaux. L'inflation sous-jacente devrait, quant à elle, rester orientée à la hausse, sur fond de propagation de la hausse des coûts des intrants aux prix à la consommation, de résorption des écarts de production et d'accélération de la croissance des salaires dans les pays développés. Les facteurs structurellement déflationnistes telles que les avancées technologiques ou l'évolution démographique devraient cependant continuer à contenir le risque inflationniste. Les obligations suisses et allemandes sont toujours largement surévaluées et leur profil de risque nous semble de plus en plus asymétrique. L'économie helvétique est relativement solide et les obligations suisses sont vulnérables à la normalisation de la politique monétaire de la Banque nationale suisse qui s'inquiète de plus en plus de la vigueur du marché immobilier. Par ailleurs, nous sommes désormais plus positifs à l'égard des durations australienne et canadienne sur une base relative. Ces deux économies sont, selon nous, exposées à une correction du marché immobilier après la très belle performance enregistrée récemment.

Au niveau du crédit, les taux de défaillance sur le segment du haut rendement restent très faibles en comparaison historique. De plus, vu la faiblesse des taux et la croissance de l'économie mondiale, une hausse significative des défaillances des entreprises américaines nous semble peu probable à court terme. Toutefois, après la forte compression des écarts, le profil risque/rendement ne nous paraît plus guère attrayant. Sur les marchés émergents, les rendements de la dette sont intéressants au regard des fondamentaux de crédit toujours solides.

Une inflation américaine supérieure aux attentes, les tensions géopolitiques et un atterrissage brutal en Chine nous semblent être les trois principales menaces pesant sur les actifs risqués au niveau international. L'inflation américaine devrait rester orientée à la hausse, mais nous pensons que les facteurs structurellement déflationnistes, tels que la démographie et la technologie, devraient continuer à jouer, limitant la hausse des prix. En Chine, les autorités disposent, selon nous, de l'arsenal approprié pour réagir rapidement en cas de ralentissement plus prononcé. Sur le plan géopolitique, les incertitudes concernant l'Italie et les négociations commerciales entre la Chine et les

Etats-Unis constituent, selon nous, les principales pierres d'achoppement. Bien que toujours positifs sur les marchés d'actions internationaux, nous considérons que les problèmes géopolitiques en général, et l'augmentation du protectionnisme en particulier, constituent, dans l'immédiat, des menaces pour les actifs risqués.

Une inflation américaine supérieure aux attentes, les tensions géopolitiques et un atterrissage brutal en Chine nous semblent être les trois principales menaces pesant sur les actifs risqués au niveau international.





# Principales opinions d'investissement

## Modification des allocations 4T 2017 – 2T 2018

### Classes d'actifs traditionnelles

**Erin Browne**, Head of Asset Allocation, Investment Solutions

Notre allocation d'actifs n'a guère changé depuis le dernier numéro de Panorama de fin 2017. Nous restons positifs sur les actions internationales étant donné leurs valorisations attrayantes par rapport aux obligations, la solidité des bénéfices et la croissance mondiale supérieure à la tendance. De même, nous sommes toujours négatifs sur la duration mondiale dans le contexte actuel de hausse des prix du pétrole et de progression lente de l'inflation.

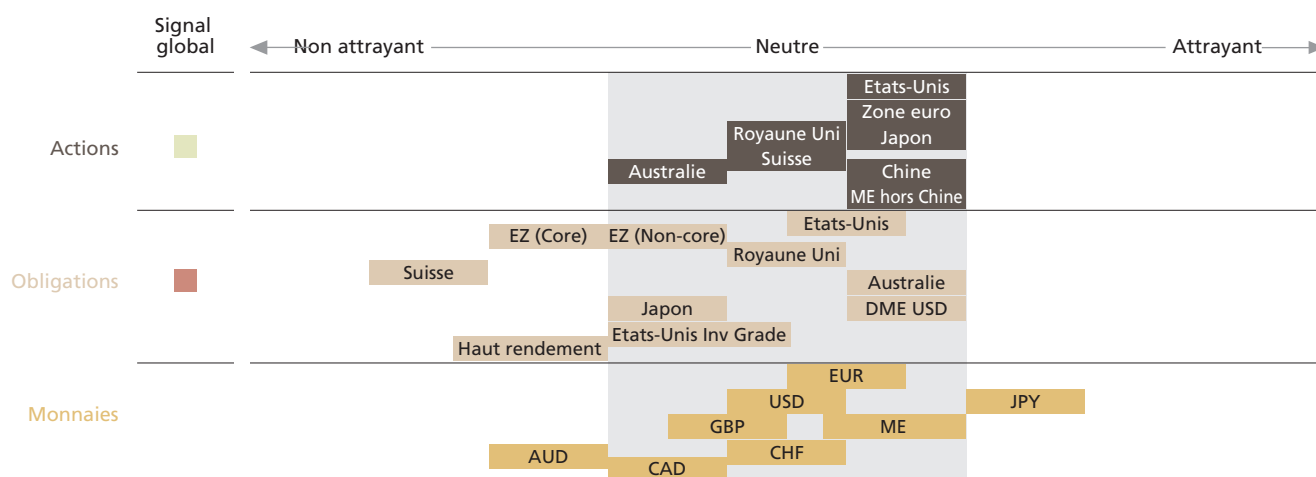
Nos préférences au niveau des différents marchés d'actions ont en revanche évolué. Elles sont désormais plus nuancées et tactiques. Nous sommes ainsi un peu moins positifs qu'il y a six mois sur les actions des marchés émergents ainsi que sur les actions japonaises et européennes. Notre opinion auparavant très favorable sur les actions japonaises est devenue plus modérée après leur belle surperformance. Côté marchés émergents, les valorisations attrayantes et le carac-

tère selon nous autonome de la croissance de la demande nous incitent à rester optimistes sur un horizon de moyen terme. Les perspectives à court terme sont en revanche plus nuancées, la situation risquant d'être perturbée par des élections potentiellement controversées en Turquie, au Mexique et au Brésil, avant que les fondamentaux ne reprennent le dessus. En Europe, nous attendons de nouveaux signes de croissance des bénéfices dans un contexte de risques géopolitiques accrus.

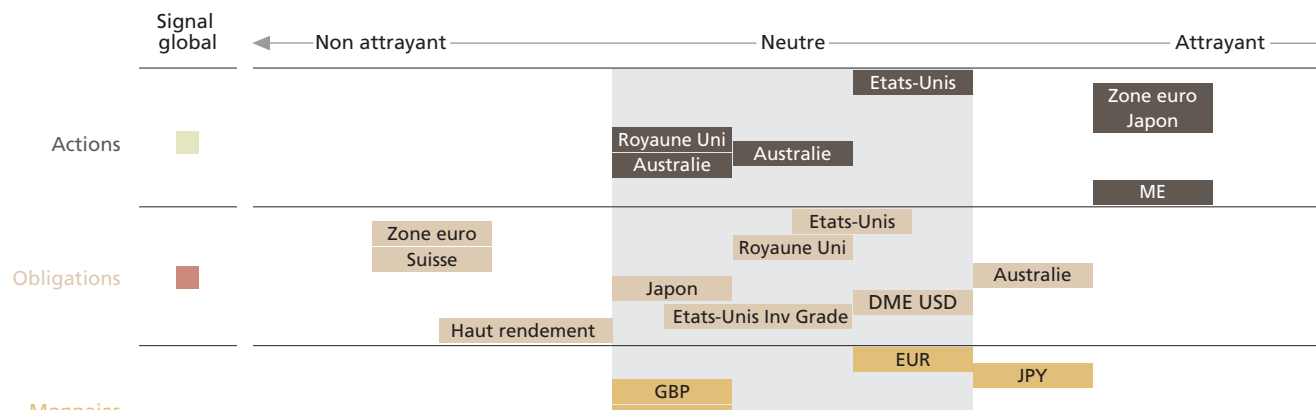
Notre opinion sur les principaux marchés du crédit et du revenu fixe n'a pas non plus beaucoup changé, les rendements sur la plupart des grands marchés d'obligations souveraines ayant évolué dans une fourchette étroite. Malgré l'élargissement des écarts au cours des six derniers mois, le rendement réel attrayant de la dette des marchés émergents nous inspire toujours une opinion positive.

Signal global =  Positive  Négative 

## Classes d'actifs traditionnelles et monnaies—au 31 mai 2018<sup>1</sup>



## Classes d'actifs traditionnelles et monnaies—au 30 novembre 2017<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Source: Equipe Asset Allocation and Currency d'UBS Asset Management, respectivement au 31 mai 2017 et au 30 novembre 2017. 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 Fund Solutions

**Bruce Amlicke**, Chief Investment Officer, UBS Hedge Fund Solutions

A l'heure actuelle, les marchés évoluent au gré des annonces de Washington. Pour ce qui est du commerce mondial, ces annonces ont fait de l'investissement sectoriel et géographique un véritable défi. Si, avec le temps, les marchés ont fini par réagir un peu moins en fonction de l'actualité, ils n'en continuent pas moins à intégrer une incertitude et, partant, une volatilité accrues. Cela se manifeste non seulement au niveau de la volatilité implicite des diverses classes d'actifs, mais aussi dans un nombre croissant de domaines comme les opérations de fusions transfrontalières.

En outre, avec les anticipations de nouvelles hausses des taux, les acteurs du marché ont commencé à considérer que l'économie américaine était dans les dernières phases de son expansion. Le marché haussier a montré des signes d'essoufflement, avec un passage à des allocations d'actifs typiques des fins de cycle comme l'orientation vers les actifs sensibles à l'inflation (valeurs financières et matières premières).

L'impact des facteurs techniques sur la volatilité s'est clairement manifesté au premier trimestre 2018 lorsque l'envolée de la volatilité (sur fond de ventes massives sur le marché d'actions) a entraîné une moindre exposition aux actions. Les catalyseurs qui avaient joué en février et les rééquilibrages de portefeuilles qui avaient suivi la belle performance des actions de janvier n'avaient rien d'exceptionnel. En fait, les variations des cours ont été accentuées par les ventes techniques dans le cadre des stratégies systématiques, notamment celles axées sur les primes de risque, la parité des risques, une volatilité cible, les positions de volatilité courtes et le suivi de la tendance. A noter que la plupart des hedge funds ont pu maintenir leur exposition brute grâce à la bonne performance qui a soutenu l'alpha pendant les phases d'aversion au risque.

Au niveau des fondamentaux, l'évolution de l'inflation reste incertaine malgré les mesures de relance budgétaire. Si l'écart de production semble se résorber aux Etats-Unis et si la hausse des taux s'est accélérée, les tendances déflationnistes de long terme (alimentées par les technologies de rupture, l'évolution démographique dans les pays développés, la mondialisation du travail et de la consommation) sont bel et bien là et sans doute sous-estimées. Si l'on ajoute à cela la soudaine détérioration des chiffres de l'économie européenne et le renforcement inattendu du cycle économique en Asie, la situation devient plus difficile à cerner. Il est donc possible que l'infla-

tion reste contenue pendant quelques temps, contrairement à ce qu'anticipent les marchés.

Au niveau des stratégies Equity Hedged, nous tablons sur une génération d'alpha globalement positive, mais limitée après une période de belle performance. L'attention se focalise maintenant sur le secteur technologique et le momentum. Les facteurs techniques pourraient encore jouer si la faiblesse persiste, amenant éventuellement les gestionnaires à réduire leur exposition au risque. En matière d'allocation dans le cadre des stratégies Equity Hedged, nous préférons les catalyseurs aux approches thématiques les plus courues. Les aspects géographiques devraient rester influents et nous privilégions l'exposition à l'Asie et à l'Europe par rapport aux Etats-Unis.

A la fin du premier trimestre, les marchés du crédit surachetés ont cédé une partie de leurs gains récents et les écarts se sont creusés. Cela n'a rien d'étonnant dans un marché plus volatil. Toutefois, la question de l'impact de la hausse des taux d'intérêt américains sur les marchés du crédit devrait, selon nous, très vite se poser. Les entreprises américaines étant lourdement endettées, la moindre défaillance pourrait se traduire par des difficultés de refinancement ou de paiement du service de la dette. Par ailleurs, les titres de qualité adossés à des actifs et porteurs de cash-flows, tels que le crédit hypothécaire et la réassurance, nous semblent intéressants. Dans le contexte actuel, une gestion active et une gestion de portefeuille souple peuvent permettre d'engranger des dividendes.

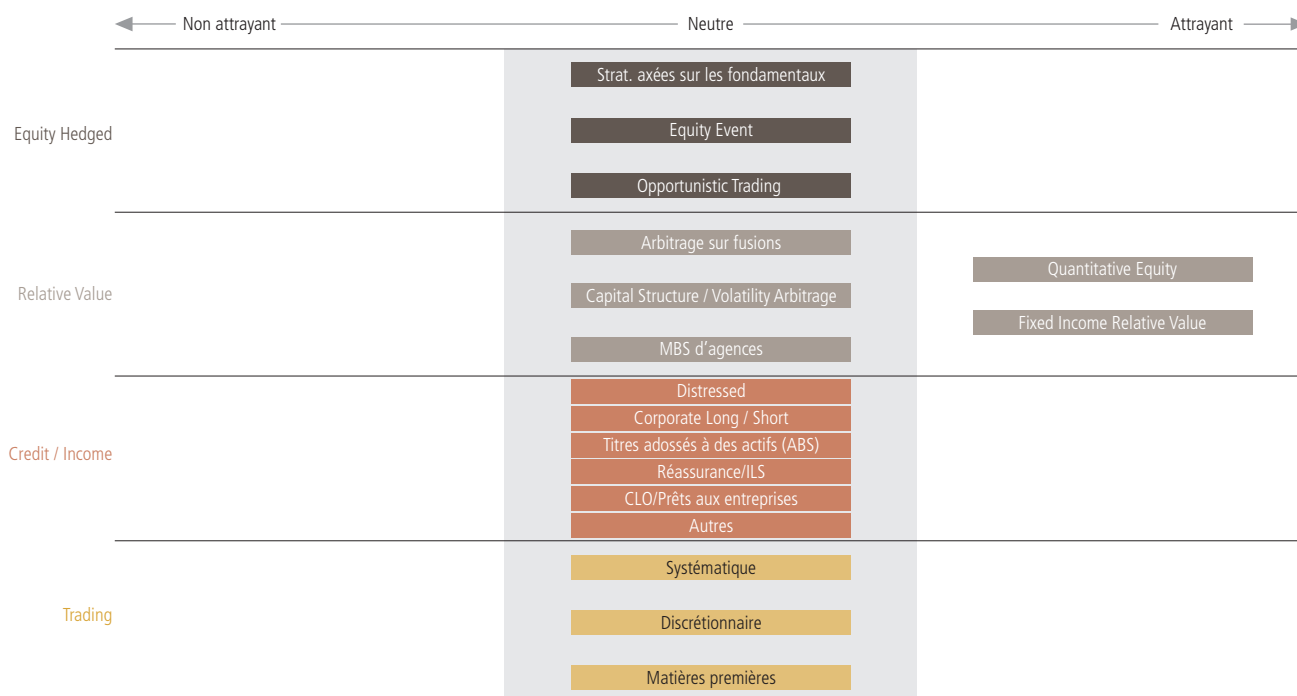
Les stratégies Relative value peuvent dégager un rendement régulier avec un alpha supplémentaire si la volatilité reste élevée. Malgré l'aplatissement de la courbe des taux américains, notre conviction à l'égard des stratégies obligataires Relative value est particulièrement forte du fait de l'augmentation de la volatilité des taux et des flux. Les risques spécifiques et la dispersion des rendements ont également été favorables aux stratégies d'arbitrage statistique et aux stratégies quantitatives axées sur les fondamentaux au cours du premier semestre. Les stratégies event-driven ont, quant à elles, été dopées par la réforme fiscale, la déréglementation et les rapatriements de fonds.

Les stratégies de trading discrétionnaire ont largement misé sur la thématique de la reflation l'an dernier, une approche qui a fini par porter ses fruits avec la montée des taux améri-

cains et l'aplatissement des courbes. Les positions tactiques en actions ont valu des gains importants à un grand nombre d'investisseurs qui avaient profité de la faiblesse de la volatilité implicite au quatrième trimestre 2017 pour se positionner dans la perspective d'une hausse des actions et qui avaient ensuite pris des bénéfices avant que la tendance ne s'inverse sur les marchés. Les marchés émergents ont également continué à dégager un alpha intéressant malgré quelques

secousses sur fond de regain de l'aversion au risque. Les positions sur les taux longs locaux des ME (Grèce, Argentine, Egypte) et sur les taux courts américains (couvertures) se sont avérés rentables aussi bien du côté court que long des portefeuilles. Nous sommes prudents pour ce qui est de l'exposition au bêta global des ME et convaincus que les gestionnaires sauront saisir les opportunités qui se présenteront dans les deux sens cette année.

#### Stratégies de hedge funds—Perspectives à partir de la situation du 2T 2018<sup>2</sup>



<sup>2</sup> 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.

# Investissement multifactoriel

## Faire face au défi des primes factorielles liées au cycle

**Urs Raebesen**, Senior Equity Specialist, Systematic and Index Investments team

Les analyses tant théoriques qu'empiriques ont mis en évidence un certain nombre de primes liées à divers facteurs (ou styles) largement reconnus comme source de valeur ajoutée à long terme. Les facteurs les plus courants sont la valeur, le momentum, la qualité, le risque faible et la taille (différence entre petit et grand). Cela dit, les corrélations et la performance des différents styles peuvent varier dans le temps et selon la phase dans laquelle se trouve le cycle d'investissement.

Par exemple, les facteurs «croissance» et «momentum» ont dominé les marchés d'actions internationaux en 2017, tandis que les stratégies axées sur les facteurs «valeur» et «risque faible» ont sous-performé. Cette situation a perduré jusqu'au début de l'année 2018 et même tout au long du mois de

février, les craintes liées à l'inflation ayant alors entraîné une correction temporaire du marché. Ce n'est qu'en mars, lorsque les risques politiques ont commencé à s'imposer, que les choses ont changé. C'est là une nouvelle preuve que les stratégies statiques misant sur un seul style peuvent donner des résultats sous-optimaux.

C'est d'autant plus vrai aujourd'hui que les risques de changement de régimes sur les marchés se sont accrus. Le rythme de croissance de l'économie mondiale a ralenti ces derniers mois, et les taux de croissance de la demande mondiale sont moins synchronisés. Dans le contexte actuel de domination des risques géopolitiques, de normalisation progressive des politiques accommodantes des banques centrales et de matura-

**Figure 1: Classement des différents styles par année calendaire – sur la base des indices factoriels du MSCI World (net) (%)**

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
45,61	1,53	-4,46	-9,57	56,73	28,56	28,35	31,02	19,91	-29,23	42,05	18,19	8,04	16,69	32,66	12,06	5,82	10,27	32,59
40,13	1,24	-8,03	-9,80	50,37	24,09	17,17	28,90	16,76	-33,47	41,87	16,54	4,84	16,54	30,28	9,01	4,54	9,38	26,64
25,34	0,31	-10,03	-13,58	33,76	21,30	15,16	22,10	10,31	-39,92	33,75	12,76	4,79	15,01	27,74	7,03	4,25	8,86	23,92
20,48	-2,13	-11,51	-14,38	30,51	20,76	10,02	21,20	9,57	-40,33	33,49	12,34	4,43	14,79	27,37	5,50	-0,32	8,18	23,07
18,43	-10,21	-12,09	-15,14	26,03	20,02	8,50	20,65	7,34	-41,92	30,79	11,36	-5,02	13,66	26,53	4,56	-1,05	8,15	22,88
8,62	-12,92	-16,52	-16,48	25,91	15,25	8,34	19,07	6,42	-42,39	17,18	9,15	-9,34	13,30	22,89	3,42	-2,38	5,12	19,17
8,42	-18,90	-20,46	-19,54	21,99	12,68	6,00	16,78	6,13	-42,63	14,76	7,22	-11,05	8,87	19,41	3,28	-2,73	4,75	18,04

■ Monde
■ Taille
■ Momentum
■ Rendement

■ Volatilité
■ Qualité
■ Valeur

Source : MSCI Inc., fin 2017.

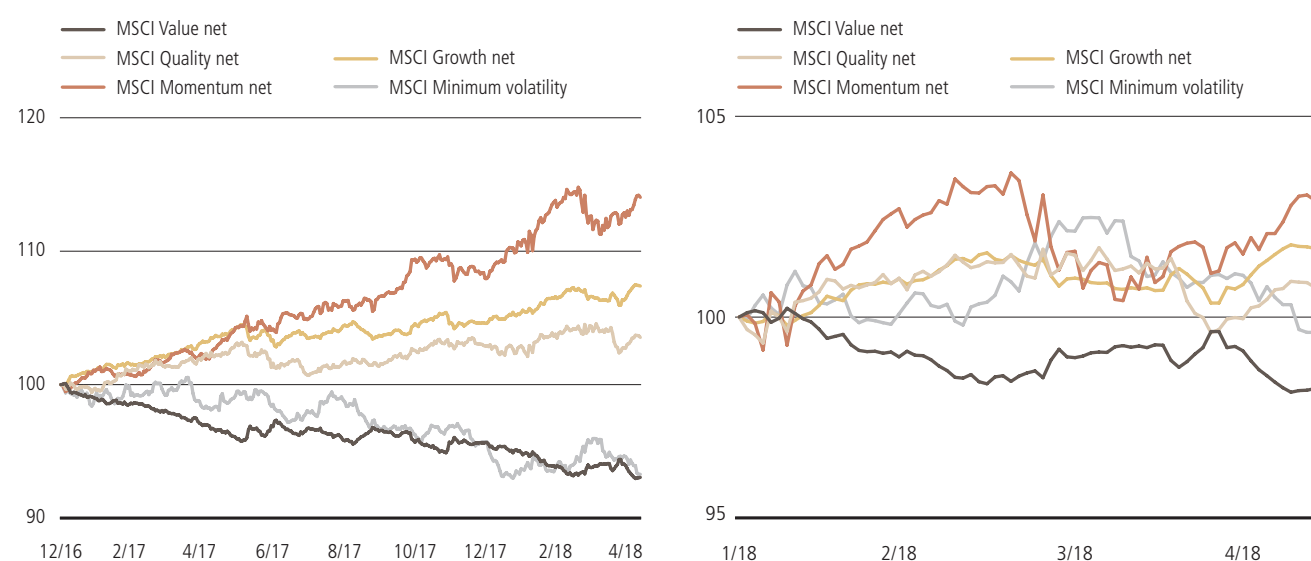
tion du cycle économique, il est raisonnable de tabler sur une persistance de la volatilité.

### La solution: isoler les composantes spécifiques

Les investisseurs ont le choix entre trois possibilités pour faire face à la cyclicité des primes factorielles et à l'évolution des corrélations: a) opter pour un timing actif des primes factorielles, b) associer efficacement les primes factorielles, ou c) isoler les composantes spécifiques sources de valeur ajoutée au sein des primes factorielles. Nous avons déjà traité de l'association des primes factorielles dans le numéro précédent de Panorama. Dans ce numéro, nous nous intéresserons à l'approche consistant à isoler les composantes spécifiques.

Ici, l'idée est de construire des portefeuilles modèles véritablement exposés aux différentes primes factorielles qu'ils cherchent à engranger. Prenons l'exemple de deux titres qui, de prime abord, semblent tous deux tirés par le momentum. Mais à y regarder de plus près, l'un des deux peut être effectivement sensible au momentum tandis que l'autre peut simplement être un titre à bêta élevé qui s'est bien comporté sur un marché haussier. Lors de la construction d'un portefeuille visant la prime factorielle liée au momentum, les valeurs qu'il convient de prendre en compte sont celles qui sont véritablement exposées au momentum, et non celles qui présentent simplement une corrélation avec le momentum.

**Figure 2 : Rendements relatifs cumulés des indices factoriels MSCI et du MSCI World net—comparaison entre la période du 1<sup>er</sup> janvier 2017 au 31 janvier 2018 et la période du 1<sup>er</sup> février 2018 au 11 mai 2018.**



Source : UBS Asset Management, Bloomberg.

C'est justement ce que nous faisons avec notre approche d'investissement propriétaire. Nos modèles multifactoriels, spécifiques aux différents secteurs, consistent en une série de thèmes d'investissement basés sur des primes factorielles (appelées facteurs de rendement), à savoir: la valeur, l'emploi du capital, la rentabilité, la croissance et le comportement du marché. Nous mettons en œuvre un processus d'affinage visant à isoler les composantes spécifiques des modèles multifactoriels des différents secteurs. Les facteurs de rendement qui en résultent correspondent à des primes factorielles uniques et leurs corrélations croisées ainsi que leurs corrélations aux risques systématiques doivent être pratiquement nulles. L'objectif est de permettre une utilisation plus efficace du budget de risque, de limiter les drawdowns et, partant, de bénéficier d'un d'alpha plus important.

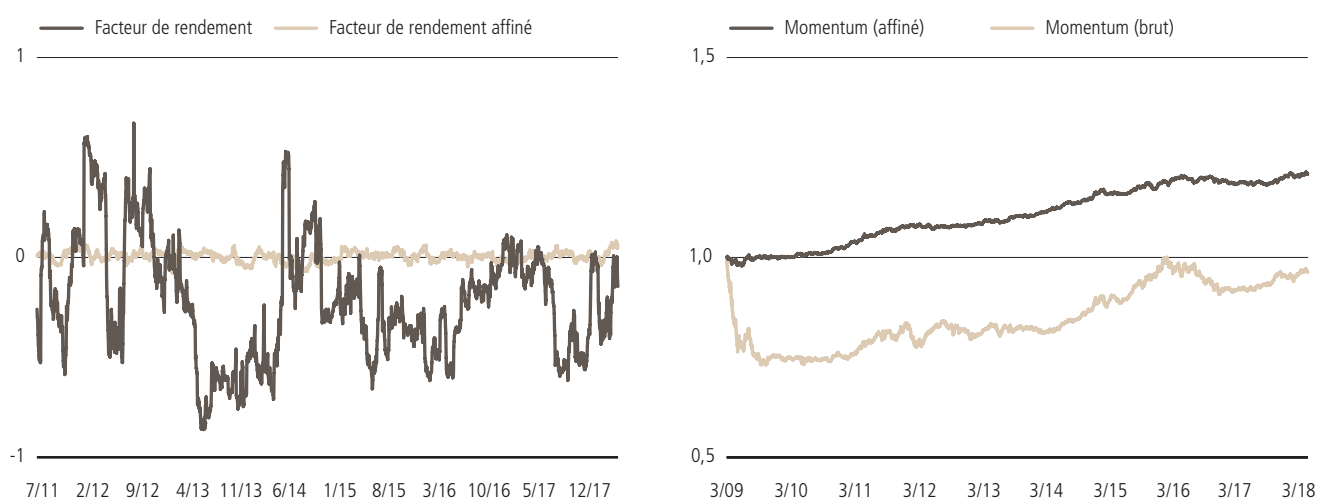
La figure 3 en page suivante, basée exclusivement sur des données hors échantillon, montre que nos facteurs de rendement issus du processus d'affinage présentent les caractéristiques recherchées telles que mentionnées ci-dessus, en particulier des corrélations ex ante les uns aux autres plus stables et nettement plus proches de zéro que les facteurs de rendement n'ayant pas fait l'objet d'un affinage. De plus, les facteurs de rendement affinés affichent en moyenne des rendements ajustés du risque supérieurs et des drawdowns inférieurs à ceux n'ayant pas bénéficié du processus d'affinage. Les facteurs de rendement affinés constituent donc une meilleure source d'alpha.

Comme on le voit dans la figure 4 qui représente les facteurs de rendement affinés de notre modèle multifactoriel global, aucun des facteurs de rendement n'a subi de drawdown important et l'association des différents facteurs a permis de dégager des signaux d'alpha stables et porteurs de valeur ajoutée.

Outre sa capacité à créer des signaux d'alpha stables et faiblement corrélés, notre approche propriétaire de construction d'indices de primes factorielles se caractérise par sa souplesse et son ouverture à d'éventuelles améliorations. Elle peut par exemple intégrer des facteurs non conventionnels comme des données basées sur des critères ESG ou encore de meilleurs moyens ou méthodes pour identifier les facteurs de valeur ajoutée tels que l'apprentissage automatique.

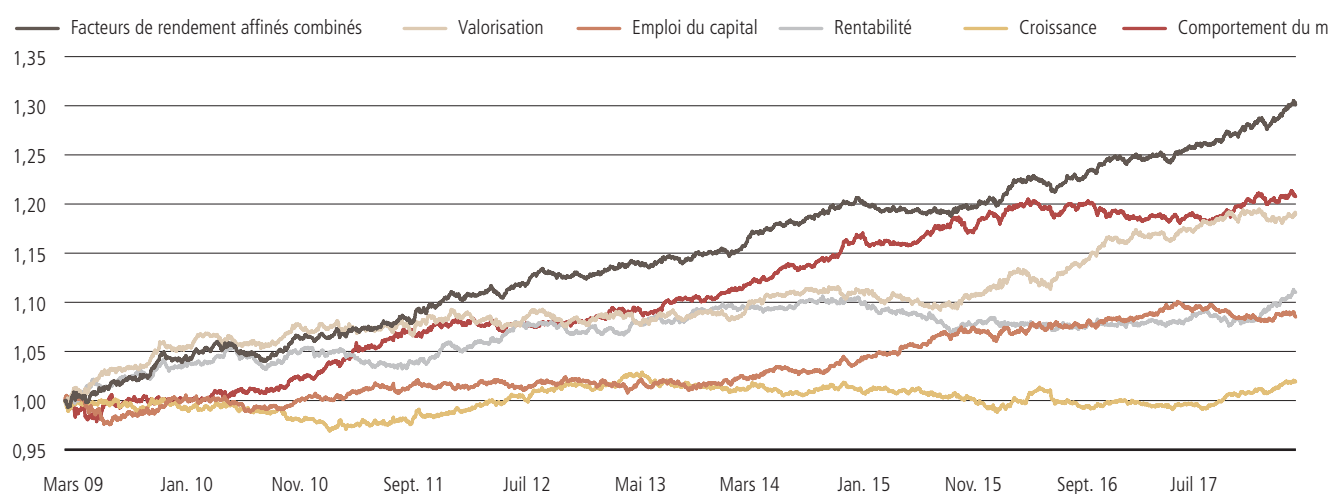


**Figure 3 : Le processus d'affinage permet d'identifier des facteurs de rendement présentant un drowdown plus faible et des corrélations moins fortes et plus stables entre eux**



Sources : UBS Asset Management, MSCI Barra, FactSet; sur la base de notre modèle multifactoriel global. Données au 30 avril 2018.

**Figure 4 : Le processus d'affinage permet d'identifier des facteurs de rendement offrant de meilleurs rendements ajustés du risque**



Sources : UBS Asset Management, MSCI Barra, FactSet; sur la base de notre modèle multifactoriel global. Données au 30 avril 2018.

# Encore du potentiel haussier

## Le cycle haussier est toujours d'actualité pour les marchés émergents

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

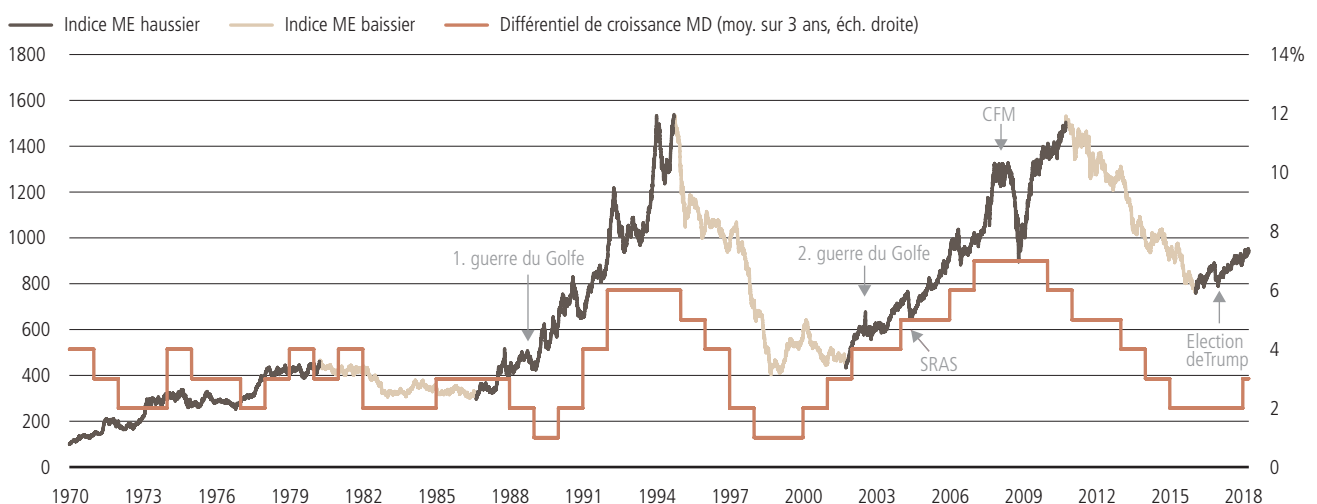
Malgré l'inquiétude des investisseurs, nous pensons que le récent accès de volatilité des actions des marchés émergents est davantage lié au sentiment qu'aux fondamentaux. Si les risques ont globalement augmenté (en raison notamment de la hausse de l'USD et des taux américains, et des tensions commerciales et géopolitiques), les fondamentaux restent solides, avec des bénéfices et une croissance toujours bien orientés sur les ME.

A moins d'un choc de croissance majeur, nous pensons que ces risques ne remettront pas en cause le cycle haussier de plusieurs années que connaissent actuellement les actions des ME (voir figure 1). Après plusieurs années de limitation, les investissements sont repartis à la hausse, ce qui devrait tirer la

demande des ME et permettre une nouvelle progression des marges et des bénéfices des entreprises, quoiqu'à un rythme désormais plus modéré.

*Questions commerciales:* notre scénario de base exclut l'hypothèse d'une escalade des tensions entre les Etats-Unis et la Chine débouchant sur une guerre commerciale généralisée. Des incertitudes persistent néanmoins quant à l'évolution de la situation. Nous pensons que le président Trump souhaite des règles du jeu plus équitables et que la Chine est prête à faire quelques concessions (p. ex. elle a récemment annoncé la levée de l'obligation pour les constructeurs automobiles étrangers de créer une coentreprise avec une société locale pour pouvoir produire en Chine).

**Figure 1 : ME: en plein dans un cycle haussier de plusieurs années**



Sources : FactSet, Datastream, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research, données au 4 avril 2018. CFM: crise financière mondiale de 2007/2008, SRAS: syndrome respiratoire aigu sévère qui a frappé la province de Guangdong en Chine en 2002/2004.

Remarque: nous utilisons le MSCI World comme indicateur pour les marchés développés (MD). Pour les ME, le MSCI EM a été utilisé à partir de décembre 1987. Auparavant, l'indice des ME était reconstitué à partir des données de marché disponibles sur les différents pays.

*Appréciation de l'USD*: le raffermissement de l'USD pourrait continuer à plomber la performance des actifs des ME à court terme. Les risques de crise sur les ME nous semblent toutefois limités, la classe d'actifs étant en meilleure posture que lors des épisodes de faiblesse précédents (par exemple le «taper tentum» de 2013). Cette situation plus favorable est due à la plus grande solidité des fondamentaux tant sur le plan macroéconomique, avec des balances courantes plus équilibrées, des taux de change plus compétitifs, une dette en devises moins importante (à quelques exceptions près) et des réserves de change plus fournies, que sur le plan microéconomique avec un endettement des entreprises moins lourd.

#### **Chine: le rééquilibrage de l'économie continue de générer des opportunités d'investissement**

L'économie chinoise reste confrontée à de nombreux problèmes structurels, mais ces derniers devraient, selon nous, se solder par un ralentissement de la croissance à moyen terme et une certaine volatilité plutôt que par une véritable crise. Sur le plan macroéconomique, la Chine a bien résisté.

La transition vers une économie portée par les services devrait continuer à offrir des opportunités d'investissement, notamment dans les secteurs du commerce et des paiements électroniques, des médias sociaux, de l'éducation et de l'assurance. Dans les prochaines années, la Chine devrait, selon nous, continuer à mettre l'accent sur la qualité de sa croissance et poursuivre son programme de réforme, avec en particulier un désendettement des entreprises et des améliorations sur le plan environnemental.

#### **L'Inde reste un marché attrayant dans une perspective de long terme**

Les bénéfices des entreprises indiennes commencent à progresser, quoique progressivement. Bien que nous décelions actuellement quelques belles opportunités «bottom-up», nous suivons de près les risques macroéconomiques tels que l'augmentation du déficit de la balance commerciale et de la balance courante.

A plus court terme, l'accent mis par les autorités sur les dépenses d'infrastructures continue de doper le sentiment au niveau du pays. De nouvelles mesures de relance budgétaire, surtout en faveur du monde rural, sont aussi possibles dans

la perspective des élections de 2019. La consommation reste relativement solide et le sentiment des ménages s'est amélioré par rapport à l'an dernier.

Nous pensons que l'Inde est un marché attrayant dans une perspective de long terme, et que le gouvernement Modi poursuivra ses efforts pour supprimer les goulets d'étranglement et mettre en œuvre des réformes pour relancer l'investissement en vue d'une croissance soutenue à moyen terme.

#### **En dehors de l'Asie, les risques de contagion et les incertitudes politiques ont éclipsé les améliorations sur le plan économique**

Les risques de contagion des problèmes que connaissent l'Argentine et la Turquie nous semblent limités d'autant plus que ces risques sont, selon nous, déjà intégrés dans les monnaies qui ont perdu du terrain face à l'USD et dans les valorisations bon marché. De plus, la situation est différente pour de nombreux autres pays, notamment les producteurs de matières premières. En effet, les prix des matières premières sont élevés malgré l'appréciation de l'USD, ce qui devrait offrir aux pays concernés un filet de sécurité et compenser l'impact potentiel du durcissement des conditions financières sur leurs économies.

En bref, si le cycle haussier ne nous semble pas interrompu, la sensibilité aux risques s'est accentuée et nous nous attendons à un regain de volatilité des cours. Nous recommandons donc aux investisseurs de faire abstraction des «bruits» et de se concentrer sur les fondamentaux de long terme et sur la croissance économique qui se poursuit. 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.

# Les temps changent

## Les investisseurs obligataires doivent faire preuve de souplesse

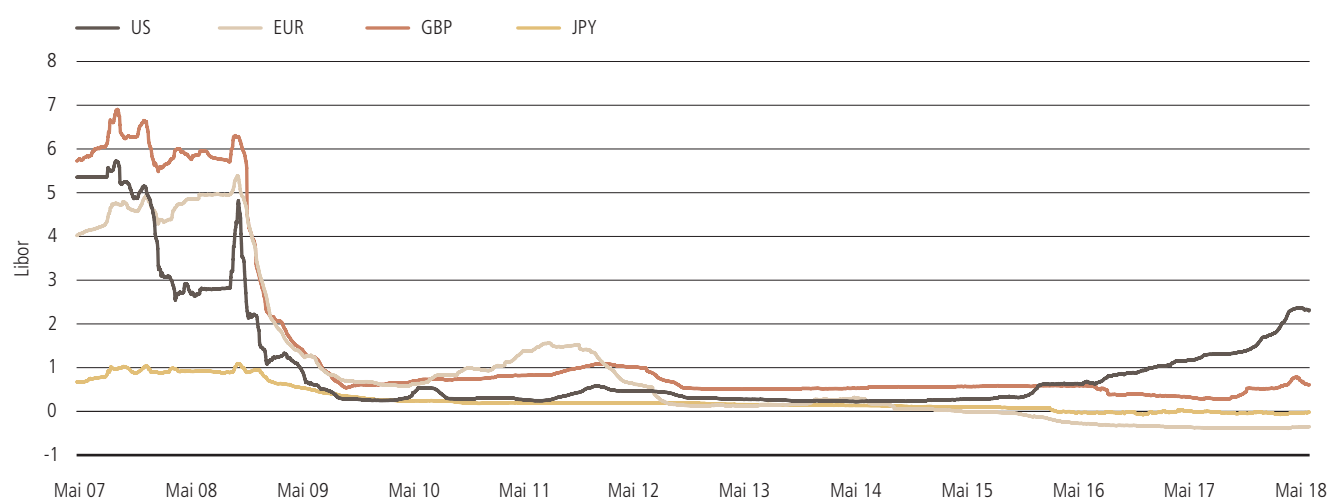
**Charlotte Baenninger**, Head of Fixed Income

L'un des faits marquants sur les marchés obligataires internationaux depuis le début de 2018 est l'envolée du Libor en USD, à savoir le taux auquel les banques se prêtent des dollars entre elles à court terme sur le marché londonien. Le Libor et l'écart entre le Libor et le taux des fonds fédéraux américains anticipé par le marché sont des indicateurs largement suivis, considérés par beaucoup comme des baromètres des conditions globales sur le marché du crédit. Suite à sa progression de 60 points de base depuis le début de l'année, le Libor en USD a atteint des niveaux records depuis la crise financière de 2008 (voir figure 1), donnant ainsi lieu à bien des débats et à un certain désarroi. Cette progression s'est toutefois accompagnée d'une augmentation équivalente du Libor en EUR et du Libor en GBP, ce qui laisse fortement penser qu'elle est due à des facteurs tech-

niques spécifiques au marché américain plutôt qu'à des inquiétudes des investisseurs sur la solvabilité globale des banques.

Pour nous, la progression du Libor en USD s'explique par une combinaison de facteurs. La réforme fiscale aux Etats-Unis a ainsi accéléré les rapatriements des fonds détenus par les entreprises américaines à l'étranger. Or ces liquidités représentaient une source de financement importante pour les marchés internationaux. Par ailleurs, les entreprises ne se sont pas contentées de déposer ces fonds sur des comptes après les avoir rapatriés. Elles les ont en partie utilisés pour financer des opérations de fusions et acquisitions (F&A) et des investissements en capital, d'où la baisse de la demande des entreprises pour les papiers commerciaux et

**Figure 1 : Libor**



Sources : Bloomberg Finance LP, au 31 mai 2018.

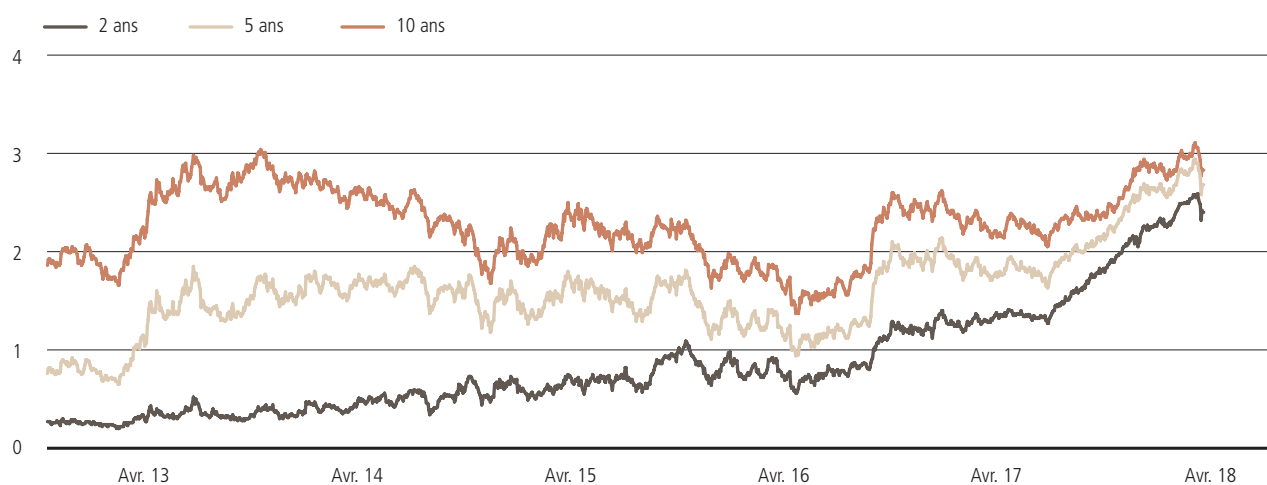
autres instruments du marché monétaire. Tout cela intervient à un moment où les Etats-Unis ont de plus en plus recours aux émissions de bons du Trésor pour financer leur déficit budgétaire grandissant. Au regard du volume des émissions, le Trésor américain est obligé de proposer des rendements plus élevés aux investisseurs, provoquant des pressions haussières sur les taux du marché monétaire au détriment des marchés des papiers commerciaux. Malgré l'augmentation des taux courts, la volatilité est restée relativement modérée sur les marchés obligataires internationaux. Nous nous attendons cependant à ce qu'elle s'accroisse, la Réserve fédérale (Fed) continuant à normaliser sa politique monétaire alors que le programme d'émissions du Trésor américain s'annonce chargé.

### Comment profiter du contexte actuel

#### *Obligations à taux variables*

Les obligations à taux variables ont deux composantes: la première est basée sur un taux variable de référence comme le Libor, et la seconde renvoie à un écart qui est fonction de la qualité de crédit de l'émetteur. Selon l'échéance de l'obligation, le coupon est ajusté régulièrement (en général tous les trimestres) de manière à refléter rapidement toute augmentation des taux d'intérêt dans le rendement obligataire. Par conséquent, dans un contexte de hausse des taux, les cash-flows augmentent. Dans la mesure où le taux du coupon reflète le taux d'intérêt du marché, les prix des obligations à taux variables sont très peu sensibles aux variations des taux d'intérêt.

**Figure 2 : Aplatissement de la courbe des taux; Bons du Trésor américain à 2, 5 et 10 ans**



Sources : Bloomberg Finance LP, au 31 mai 2018.



### Crédit de court terme

Pour les investisseurs qui craignent une hausse soutenue des taux d'intérêt, une exposition à la partie courte des taux est préconisée. Etant donné l'aplatissement très marqué de la courbe des taux américains (figure 2), une exposition au crédit de courte durée est très 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. De plus, l'endettement ayant augmenté sur certains segments, la concentration sur des maturités plus courtes permet de mieux appréhender la santé financière des émetteurs.

### Actifs titrisés

Les créances titrisés, tels que les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), les titres adossés à des actifs (ABS) et les titres adossés à des créances commerciales (CMBS), présentent bien des avantages, dont un meilleur rendement et la sécurité qu'offrent les obligations. Dans le contexte actuel, l'un de leurs atouts majeurs et pourtant le moins valorisé est la diversification qu'ils permettent. Les obligations titrisées se caractérisent par des corrélations historiquement faibles avec aussi bien les papiers investment grade que les obligations d'entre-

prises à haut rendement. Par exemple, comme on peut le voir dans la figure 3, les MBS d'agences présentent une corrélation relativement faible avec le crédit investment grade et pratiquement nulle avec le haut rendement.

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. De plus, un grand nombre de ces titres, notamment les CMBS, sont assortis de taux variables.

**Figure 3 : Corrélations**

	<b>MBS d'agences</b>	<b>ABS</b>	<b>CMBS</b>
<b>IG Entreprises</b>	0,54	0,54	0,48
<b>Haut rend. Entreprises</b>	0,02	0,59	0,73

Sources : Bloomberg Barclays; toutes les données sont annualisées au 31 décembre 2017.  
IG Entreprises = indice Bloomberg Barclays U.S. Investment Grade Corporate.  
Haut rendement Entreprises = indice Bloomberg Barclays U.S. High Yield Corporate.  
Actifs titrisés = indice Bloomberg Barclays U.S. Securitized.  
MBS = indice Bloomberg Barclays U.S. Mortgage-Backed Securities.  
ABS = indice Bloomberg Barclays U.S. Asset-Backed Securities.  
CMBS = indice Bloomberg Barclays U.S. Commercial Mortgage-Backed Securities.

# Garder le cap

## Les fondamentaux économiques devraient continuer à soutenir l'immobilier

**Paul Guest**, Lead Real Estate Strategist

Les fondamentaux économiques devraient continuer à soutenir la performance de l'immobilier pendant le reste de l'année 2018. Les volumes de transaction devraient se maintenir autour de leur moyenne de long terme, la croissance des loyers devrait rester solide, surtout sur le segment haut de gamme et, pour l'heure, nous n'anticipons pas d'évolution notable des rendements.

Les dépenses de consommation supérieures à la moyenne, l'augmentation des investissements des entreprises en Europe, la relance budgétaire aux Etats-Unis et la reprise du commerce mondial sont autant d'éléments favorables. Toutefois, certaines fragilités persistent comme les dépenses de consommation anémiques au Japon, les risques de crédit grandissants sur les marchés émergents et la faible croissance des salaires dans les pays développés.

La belle performance de l'immobilier repose sur une offre toujours sous contrôle, même si la situation peut varier d'un marché à l'autre. Là où la croissance de l'offre a été la plus forte, on a assisté soit à un ajustement à la baisse des loyers (par exemple dans l'immobilier de bureaux à Londres ou à Singapour), soit à une très forte augmentation de la demande (par exemple pour les résidences multifamiliales aux Etats-Unis ou dans la logistique mondiale).

La hausse de prix concerne maintenant essentiellement le secteur de la logistique, l'Europe et les pays et villes de taille moyenne. Nous pensons que les investisseurs continueront à avoir du mal à trouver des placements intéressants, et nous nous attendons à une légère baisse des volumes de transaction en 2018.

Les marchés pourraient devoir s'ajuster à la baisse des primes de risque. Avec l'augmentation progressive des taux d'intérêt, ils devront déterminer ce qui peut être considéré comme une prime de risque appropriée pour les différents secteurs et marchés de l'immobilier.

La situation relativement calme qui prédomine actuellement devrait persister pendant le reste de l'année. Les investisseurs ne devraient pas s'inquiéter outre mesure car le ralentissement de la hausse était prévu. De plus, la transition s'opère, jusqu'à présent, sans perturbation du marché.

La valeur des biens immobiliers augmente à peu près au même rythme que l'inflation, et les taux de capitalisation ne sont plus plombés par des taux d'intérêt extrêmement bas et l'accélération des afflux de capitaux. La progression actuelle du marché est alimentée par les revenus positifs générés par les biens immobiliers et non par une surchauffe du marché des capitaux. Les bonnes perspectives de croissance économique nous confortent dans l'idée que les revenus devraient continuer à progresser plus rapidement que l'inflation en 2018.

# Besoin de capitaux privés

## Le renforcement de la réglementation ne remet pas en cause les opportunités

**Declan O'Brien**, Senior Analyst, Research and Strategy Infrastructure

Selon nous, le contexte actuel offre aux investisseurs institutionnels une belle occasion de se positionner sur la dette infrastructure et de profiter d'actifs stables, caractérisés par une durée longue et des cash-flows très visibles. L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) estime les besoins mondiaux d'investissement dans les infrastructures à 50 000 milliards d'USD d'ici à 2030.<sup>3</sup> Si les recommandations de l'OCDE étaient suivies, les investissements atteindraient 3000 milliards d'USD par an, dont 2500 milliards dans les transports, les services aux collectivités et l'énergie. Selon nos propres estimations, cela implique un déficit de financement annuel de l'ordre de 1500 milliards d'USD par rapport aux dépenses prévues actuellement dans les budgets publics. A moins d'un net endettement des États et d'un renforcement spectaculaire des programmes publics d'investissement, il faudra bien que le capital privé comble l'écart. Bien entendu, ces chiffres ne tiennent pas compte du refinancement de la dette levée pour financer les actifs déjà opérationnels qu'il faudra remplacer dans les prochaines années. Le recours aux capitaux institutionnels pour combler les besoins de financement est d'autant plus nécessaire que les banques se désengagent et diminuent les prêts au secteur des infrastructures sur fond d'exigences accrues en termes d'adéquation des fonds propres dans le cadre de Bâle III et de nouvelles règles en matière de prêts pondérés des risques.

Les accords de Bâle III incitant les banques à prêter sur le long terme et les modifications apportées à la directive Solvabilité II rendant les infrastructures plus attrayantes pour les compagnies d'assurance européennes, des financements commencent déjà à affluer vers le secteur. En outre, la quête par les investisseurs institutionnels d'alternatives plus rentables

comme les infrastructures a été renforcée par la compression des rendements des obligations traditionnelles qui a accompagné l'assouplissement des politiques monétaires.

Les pays de l'OCDE sont, selon nous, ceux qui recèlent le plus d'opportunités pour les investisseurs institutionnels étant donné les besoins importants d'infrastructures nouvelles et de remplacement d'infrastructures vieillissantes. Ces pays disposent en outre d'un cadre réglementaire et juridique plus développé que d'autres, même s'il est vrai que les risques de changement rétroactif de la législation et de la réglementation se sont accrues suite à la crise financière et du fait de l'attention croissante accordée au coût que devra supporter le consommateur final. Sur le plan régional, c'est selon nous l'Europe qui, dans le monde développé, recèle actuellement les meilleures opportunités dans le secteur des infrastructures. Soutenu par des facteurs fondamentaux puissants tels que les changements réglementaires et la quête de rendement de la part des investisseurs, le secteur européen des infrastructures a évolué, passant d'un marché dominé par les banques il y a moins de dix ans, à un marché où les investisseurs institutionnels sont de plus en plus présents. Ce marché se caractérise en outre par une dislocation suffisante pour offrir de belles opportunités sur une base ajustée du risque.

<sup>3</sup> OCDE, «Strategic Transport Infrastructure Needs to 2030», Mars 2012.  
<http://www.oecd.org/futures/infrastructureto2030/strategictransportinfrastructureneedsto2030.htm>

# La performance est au rendez-vous

## La forte performance stimule l'intérêt des investisseurs

**Matthias Goegele**, Head of Multi-Managers Private Equity Europe

Le private equity a continué à attirer beaucoup de fonds au cours des douze à dix-huit derniers mois tant sur le plan mondial qu'au niveau des différentes stratégies d'investissement. Dans un contexte de solidité macroéconomique et de belle performance des marchés d'actions, ce succès s'explique par la quête de rendements ajustés du risque élevés.

### **Le secteur du private equity en 2017**

En Amérique du Nord, les rachats d'entreprises ont atteint 421 milliards d'USD en 2017, soit une hausse de 12% par rapport à 2016. 2017 a également été un bon cru pour les rachats en Europe. Ce fut même l'une des meilleures années en la matière, grâce en partie aux opérations transfrontalières des investisseurs non européens. Les désengagements en Europe ont suivi la même tendance qu'aux Etats-Unis, avec une légère baisse des volumes, le nombre d'opérations étant passé de 1570 en 2016 à 1544 en 2017. Les levées de fonds ont également subi un léger recul, 88 fonds, représentant au total 69 milliards d'USD, ayant été clôturés. En Asie, les rachats ont augmenté en 2017 et l'activité de capital-risque est restée robuste, atteignant 82 milliards d'USD.<sup>4</sup>

### **Les tendances à surveiller—private equity et santé**

Le secteur de la santé intéresse de plus en plus les investisseurs en private equity. Dans un contexte globalement affecté par les incertitudes politiques et macroéconomiques, les tendances de fond telles que l'évolution démographique laissent augurer une croissance à long terme solide et peu exposée aux cycles économiques pour le secteur de la santé.

Le niveau toujours élevé des valorisations sur le marché boursier est un problème, car les acteurs du private equity s'inquiètent du potentiel haussier et de la pression sur les valorisations sur le marché privé. La hausse du marché d'actions de début 2018 a incontestablement été alimentée par les politiques d'assouplissement quantitatif mises en œuvre un peu partout dans le monde, et en Chine en particulier. Or, ce facteur de soutien va sans doute s'atténuer dans l'année à venir, même si ce n'est que progressivement. Parallèlement, les incertitudes autour du commerce mondial suite au relèvement des tarifs douaniers américains sur certains secteurs et produits et au retrait des Etats-Unis de l'accord sur le nucléaire iranien, devraient persister.

### **Dans ces conditions, qu'en est-il du private equity?**

Si une prudence accrue s'impose, nous ne pensons pas que l'intérêt des investisseurs pour le private equity va vraiment s'émousser. Nous restons convaincus que nos investissements axés sur les thématiques liées à la croissance mondiale, parmi lesquels les rachats de petites et moyennes entreprises, sont mieux placés dans l'optique d'un scénario de poursuite de la croissance.

<sup>4</sup> Source : UBS Asset Management, Real Estate and Private Markets.

# Un contexte idéal

## L'activité record de F&A profite aux stratégies d'arbitrage sur fusions

**Blake Hiltabrand**, Head of Merger Arbitrage Research and Senior Portfolio Manager

Les investisseurs restent confrontés à un certain nombre de risques sur les marchés qui n'étaient pas au premier plan de la reprise qui a suivi la crise financière de 2008. Ils sont nombreux à se tourner vers les placements alternatifs, en particulier vers les stratégies neutres au marché et les stratégies d'arbitrage, comme source de diversification et d'alpha dans un environnement de plus en plus imprévisible.

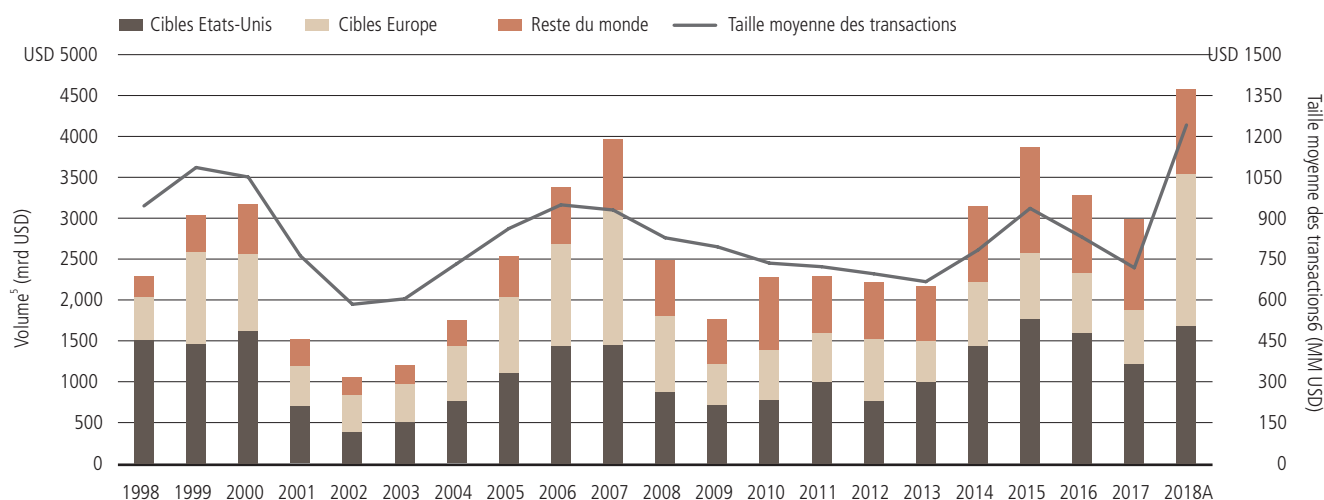
L'arbitrage sur fusions est une stratégie qui cherche à capter les primes de risque associées aux transactions annoncées. Dans un contexte d'augmentation des primes de risque et des volumes de transaction, cette stratégie traditionnelle de hedge fund a de nouveau le vent en poupe dans toutes les régions, sur fond de quête de rendements absolus avec une faible corrélation aux marchés. L'attrait de cette stratégie est encore renforcé par des facteurs aussi bien structurels que cycliques.

### Des volumes de F&A records associés à des écarts importants

2018 a été pour le moins une année exceptionnelle en ce qui concerne les stratégies d'arbitrage sur fusions. En général, les rendements des arbitrages sur fusions découlent soit d'une activité de F&A soutenue, soit d'écarts importants mais les deux éléments ne sont habituellement pas présents en même temps. La forte confiance des entreprises et la faiblesse des primes de risque vont généralement de pair avec une augmentation des volumes de transactions. Comment expliquer alors qu'au niveau mondial, on ait actuellement à la fois des volumes records et un net creusement des écarts?

Il est difficile en ce moment d'échapper aux articles de presse évoquant le dynamisme de l'activité de F&A. Qu'il s'agisse du rebond des transactions en Europe après une décennie

**Figure 1 : Transactions annoncées au niveau mondial (en volume)**



Sources : Morgan Stanley, Thompson Reuters. Données au 2 avril 2018.

<sup>5</sup> Y compris les transactions annoncées, d'une valeur individuelle totale de 100 MM d'USD au minimum. Y compris les transactions dont la valeur est estimée.

Hors transactions annulées. Les totaux présentés seront réduits des éventuelles annulations de transactions en cours.

<sup>6</sup> Y compris les transactions annoncées au 31 mars 2018.



de moral en berne pour les entreprises, ou aux Etats-Unis sur fond de réforme fiscale, nul ne peut ignorer que l'activité de F&A est en plein essor. Comme le montre la figure 1, des niveaux records ont été atteints au premier semestre 2018 tant en termes de volumes que de taille des opérations.

Examinons maintenant la deuxième source de rendement dans le cadre des arbitrages sur fusions, à savoir les primes de risque ou écarts de rendement. Lorsqu'une opération est annoncée, le titre de l'entreprise cible affiche généralement une décote par rapport à l'offre de l'acquéreur. Cette décote peut être très variable d'une situation à l'autre, en fonction des risques liés à la transaction. C'est à ce moment-là que les investisseurs traditionnels cèdent les titres qu'ils détiennent dans l'entreprise cible, titres qu'ils avaient sans doute achetés en pariant sur la durabilité de l'activité, les cash-flows, la valeur ou des catalyseurs potentiels tels qu'une acquisition. Or, ces investisseurs ne sont généralement pas des spécialistes de l'évaluation des risques juridiques, réglementaires, financiers ou politiques. Aussi la plupart des entreprises cotées impliquées dans des fusions connaissent-elles une redistribution importante de leur actionnariat après l'annonce d'une opération de F&A. Les stratégies d'arbitrage cherchent justement à profiter de la surestimation des risques par ces investisseurs non spécialisés qui ne sont pas à même d'analyser systématiquement ces risques sur la durée en tenant compte des différentes situations et spécificités régionales. Ces stratégies neutres au marché ont pendant longtemps été pratiquées par les banques dans le cadre de leur trading pour compte propre, mais avec la règle Volcker, les montants qui leur sont alloués ont dégringolé, créant un contexte favorable au creusement des écarts et offrant une opportunité structurelle pour les investisseurs.

L'administration américaine a fait naître d'immenses incertitudes sur ce marché, notamment avec sa politique commerciale, provoquant un élargissement des écarts. Les déclarations surprises du département de la Justice ont également accentué la sensibilité aux risques dans le domaine des F&A. Mais il n'en demeure pas moins que les stratégies d'arbitrage sur fusions peuvent se révéler très rentables pour les investisseurs aguerris, capables d'évaluer les risques associés aux transactions.

Tout cela nous ramène au présent et aux opportunités pour les prochaines années. Selon nous, les incertitudes liées aux aléas politiques et aux différentes mesures de l'administration américaine actuelle doivent être considérées comme la «nouvelle normalité». Les risques sont certes réels, mais ils sont souvent exagérés par le marché, ce qui offre de belles cibles pour les investisseurs à même d'analyser ce type de risques et de situations. Si l'on ajoute à cela «l'esprit animal» qui amène souvent les conseils d'administration des entreprises à privilégier la croissance externe, on se retrouve face à un marché des F&A des plus attrayants à court terme.

# La prochaine frontière

## Intégration des critères ESG dans le domaine obligataire

**Francis Condon**, Senior Sustainable Investment Research Analyst and **Christopher Greenwald**, Head of SI Research, Sustainable and Impact Investing

D'un point de vue historique, les investisseurs ont toujours eu davantage tendance à intégrer les critères de durabilité dans les stratégies d'actions plutôt que dans les stratégies obligataires. Il y a plusieurs raisons à cela: le rôle des critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) dans les notations de crédit, le manque d'indices ESG par rapport auxquels il serait possible de comparer la performance et les difficultés à convaincre les émetteurs. Mais la situation est en train d'évoluer rapidement.

De plus en plus d'investisseurs sont intéressés par des placements ESG autres que les actions, encouragés en cela par les initiatives d'instances comme le Groupe d'experts à haut niveau sur la finance durable de la Commission européenne. Les obligations constituant une composante clé des portefeuilles institutionnels, il n'est pas étonnant que les investisseurs cherchent à intégrer les principes ESG dans le cadre de leurs placements à revenu fixe, d'autant plus que la pression réglementaire et fiduciaire dans ce sens s'intensifie.

Plusieurs facteurs ont facilité l'intégration des critères ESG dans les obligations. Des notations et des données ESG sont désormais disponibles pour pratiquement tous les émetteurs de papiers investment grade ainsi que pour de nombreux émetteurs de titres à haut rendement. Plusieurs innovations importantes dans le domaine obligataire ont également contribué à cette intégration en permettant aux investisseurs d'allouer davantage de capital privé aux placements durables à revenu fixe. Parmi ces innovations figurent les obligations vertes, les obligations sociales et des collaborations uniques comme celle entre la Banque mondiale et UBS qui vise à proposer des placements ESG alternatifs aux obligations de haute qualité.

La prochaine grande étape sera l'intégration des critères de durabilité dans l'évaluation globale du crédit. Il faudra alors tenir compte des implications importantes pour les investis-

seurs traditionnels qui cherchent à intégrer des critères de durabilité dans leurs portefeuilles de crédit.

### **Intégration des critères ESG: les limites des notations ESG**

Selon nous, «l'intégration» des critères de durabilité consiste trop souvent à simplement tenir compte des notations ou des données sur la durabilité dans le processus d'investissement. Nous pensons que cette pratique se heurte à trois limites quant au rôle que les données de durabilité fournies par des prestataires externes peuvent jouer dans l'intégration des critères de durabilité.

La première est liée à la croyance que l'utilisation de notations ESG basées sur une forme quelconque d'analyse est synonyme d'intégration des critères de durabilité. Certes, les données fournies par les prestataires externes sont très utiles pour le secteur financier, et loin de nous l'idée de remettre en cause le travail essentiel de collecte et de présentation des données dans un format accessible et cohérent effectué par ces sociétés. Mais il n'en demeure pas moins que ces données ne sont pas adaptées à l'analyse des investissements. Elles sont en effet, par nature, basées sur des événements et informations historiques et reflètent donc ce qui s'est passé plutôt que ce qui risque d'arriver à l'avenir.

La seconde limite a trait au fait que les sociétés de notation couvrent un vaste éventail de sujets et s'adressent à un public très large. Leur champ est donc large, trop large d'après nous pour que les données fournies puissent être immédiatement intégrées dans le processus d'investissement. De plus, les informations relatives à la durabilité ne font généralement pas la distinction entre obligations et actions. Or, bien que certaines informations puissent s'appliquer aux deux catégories d'actifs, les besoins ne sont pas toujours les mêmes dans la mesure où les investisseurs obligataires sont davantage préoccupés par le risque baissier, alors que les investisseurs en actions s'intéressent surtout au potentiel haussier.

La troisième limite, sans doute la plus importante, est que les notations ESG sont déterminées indépendamment de l'analyse financière d'une entreprise. Les fournisseurs de données ne travaillent pas dans l'optique du processus d'investissement et ne s'intéressent donc pas à l'impact des questions environnementales sur l'évaluation financière. Les notations ESG sont certes incontournables mais, pour qu'elles aient vraiment un sens, il faudrait qu'elles fassent partie intégrante de l'analyse financière effectuée par les analystes crédit et les gestionnaires de portefeuille.

Notre approche reflète cette conviction: pour une réelle efficacité, les critères ESG doivent faire partie intégrante du travail des analystes crédit. Du fait de leur connaissance approfondie des émetteurs et de leur expérience en matière d'analyse fondamentale, ce sont en effet eux qui sont le mieux à même d'appréhender le contexte dans lequel s'insèrent les questions de durabilité. Ces mêmes compétences leur permettent aussi d'analyser les facteurs ESG. Mais surtout, les analystes abordent les aspects ESG de la même manière que les aspects financiers, autrement dit dans une optique d'avenir. Une intégration des critères ESG basée sur leurs analyses des questions de durabilité ne peut être que plus approfondie.

A cet égard, la collaboration est essentielle. Notre équipe en charge des investissements durables travaille en étroite collaboration avec les analystes crédit, les conseillant sur la matérialité et les délais relatifs aux enjeux ESG quel que soit le facteur de durabilité concerné. Grâce à cette collaboration, nous sommes à même d'évaluer efficacement la matérialité d'un sujet donné, comme la manière dont un émetteur gère ses risques, l'évolution en termes de matérialité ou de délais d'une question ESG spécifique, ou encore l'impact des aspects ESG sur l'évaluation d'un crédit. Il s'agit aussi de savoir si ces aspects sont importants au point de devenir des éléments clés pour la solvabilité d'un émetteur et dans quelle mesure l'analyse ESG modifie l'opinion sur le crédit. C'est ce genre de

questions sur lesquelles les analystes crédit travaillent avec les spécialistes de la durabilité.

L'approche telle que décrite jusqu'à présent correspond à l'évaluation «bottom-up» effectuée principalement par les analystes crédit. Mais le processus ne s'arrête pas là. Il reste en effet une étape importante dont s'occupe notre équipe en charge des investissements durables et qui consiste à inscrire les questions ESG dans un contexte «top-down». L'objectif est d'évaluer l'impact global sur le crédit dans son ensemble de diverses thématiques intersectorielles, une analyse qui servira aussi bien aux analystes crédit qu'aux gestionnaires de portefeuille qui souhaitent positionner efficacement leurs stratégies.

Lorsque l'analyse ESG est confiée aux analystes crédit, l'intégration des critères ESG est, selon nous, plus aboutie dans le sens où elle a alors un caractère prospectif et où elle met l'accent sur la matérialité et les implications de la durabilité sur les risques de crédit. Notre objectif est de rester à l'avant-garde dans ce domaine en développant des stratégies et des solutions novatrices pour répondre aux défis auxquels sont confrontés nos clients.

Le présent article est un résumé du livre blanc consacré à l'intégration des critères ESG dans le domaine obligataire publié récemment par UBS AM. Ce livre blanc peut être téléchargé sur le site [ubs.com/panorama/the-next-frontier](https://ubs.com/panorama/the-next-frontier).

# A propos des auteurs



**Bruce Amlicke** est Chief Investment Officer, UBS Hedge Fund 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 a été, de 2003 à 2004, CIO du programme multi-gestionnaires d'O'Connor, programme qui sera ensuite remplacé par HFS. Il a rejoint l'équipe multi-gestionnaires d'O'Connor en 1998.



**Erin Browne** est Head Asset Allocation au sein de l'équipe Investment Solutions d'UBS Asset Management. Erin est responsable de la recherche macroéconomique, des hypothèses relatives au marché des capitaux ainsi que de l'allocation tactique et stratégique aux différentes classes d'actifs. Elle participe aux initiatives de recherche stratégique et joue un rôle actif dans la conception des solutions d'investissement destinées à la clientèle. Erin était jusqu'à récemment Head of Macro Investments chez O'Connor, où elle gérait divers portefeuilles, en particulier devises et actions. Elle a rejoint UBS en 2016 et compte 16 années d'expérience dans le secteur financier.



**Charlotte Baenninger** est Head of Fixed Income chez UBS Asset Management. A ce titre, elle supervise pour plus de 200 milliards de CHF de stratégies de placement sur les marchés obligataires et monétaires à travers le monde. Elle dirige l'activité Fixed Income Switzerland ainsi que l'équipe Fixed Income Management, et préside le Forum Fixed Income Investment. Elle est également membre du Comité d'investissement d'AM Switzerland et du conseil d'administration de la Commission obligataire suisse. Charlotte est aussi représentante senior Fixed Income auprès de Wealth Management. Elle a débuté sa carrière chez UBS en 1987.



**Francis Condon** a rejoint UBS en qualité de Sustainable Investing Research Analyst en décembre 2017. Auparavant, il était Senior ESG Analyst chez RobecoSAM pour les secteurs pétrolier, gazier et minier. Il était également chargé de développer des solutions liées au changement climatique pour répondre aux besoins des clients ainsi que des activités d'intégration des critères ESG dans les obligations et les actions. Dans le cadre de postes précédents dans le domaine de la finance durable, il a été partenaire associé chez Financial Access (une société de conseil), et vice-président Sustainability chez ABN Amro où il était chargé de la mise en œuvre de la stratégie de durabilité et de l'évaluation des risques liés aux transactions.



**Matthias Goegele** dirige l'équipe européenne Multi-Managers Private Equity (MM-PE) à Zurich et à Londres. MM-PE est rattaché à l'activité Multi-Managers, laquelle fait partie de Real Estate & Private Markets (REPM) au sein d'UBS Asset Management. Les fonctions de Matthias comprennent la sélection des investissements au niveau des fonds européens. Il est également responsable du suivi et de la gestion des portefeuilles dans le cadre des mandats d'actions privés internationaux et des activités de fonds de fonds d'UBS Private Equity. Matthias est membre votant du Comité d'investissement de Multi-Managers Private Equity.



**Paul Guest** est Lead Real Estate Strategist pour Real Estate Research & Strategy, une activité qui fait partie de Real Estate & Private Markets (REPM) 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 Asset Management depuis 2015 et est membre du Comité d'investissement Fund of Funds et Multi-Manager.



**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.



**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.



**Blake Hiltabrand** est Managing Director, Head of Merger Arbitrage Research et Senior Portfolio Manager 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 Senior Analyst chez Goldman Sachs où il travaillait dans la division Actions en tant que spécialiste de l'analyse event-driven.



**Urs Raebtsamen** est spécialiste Actions au sein de l'équipe Systematic and Index Investments. Entre septembre 2007 et juillet 2010, Urs a travaillé en Corée chez UBS Hana Asset Management où il était responsable des investissements quantitatifs et de toute une série d'activités et d'opérations au sein de la division Equities. Il était également membre du Comité exécutif d'UBS Hana Asset Management. Urs a rejoint UBS Asset Management en 2001 en tant que gestionnaire de portefeuille responsable de l'UBS Equity Fund Small Caps Switzerland et de l'UBS Equity Fund – Gold.



**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.



**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.



# Pourquoi UBS Asset Management?

Grâce à l'étendue de nos ressources et à notre présence mondiale, nous pouvons transformer les défis en opportunités. Nous travaillons en partenariat avec vous pour trouver la solution qui vous convient.

Chez UBS Asset Management, nous mettons en œuvre une approche connectée.



## Des idées et des compétences de premier plan

Nos équipes n'ont pas toujours les mêmes points de vues et philosophies, mais elles partagent toutes le même objectif: vous donner accès à nos meilleures idées et à un rendement supérieur des investissements.



## Une perspective holistique

La solidité de notre expertise et l'étendue de nos capacités de gestion nous permettent d'avoir des échanges plus productifs et dynamiques, afin de vous aider à prendre des décisions bien informées.



## Présence dans l'ensemble des marchés

Notre présence internationale nous permet de connecter les éléments du monde de l'investissement qui conviennent le mieux à votre situation. C'est ce qui fait notre différence: nous sommes présents localement avec vous et réellement internationaux.



## Une réflexion orientée vers les solutions

Notre objectif principal est de trouver les réponses dont vous avez besoin, et cela définit notre approche. Nous nous appuyons sur le meilleur de nos capacités de gestion et idées d'investissement afin de vous proposer la solution qui vous convient.

## Notre offre

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. Nos actifs investis s'élèvent à 831 milliards d'USD<sup>7</sup> et nous employons environ 3600<sup>8</sup> collaborateurs, dont plus de 900 spécialistes des placements, dans 23 pays.

## Qui sommes-nous?

Nous sommes l'un des principaux gestionnaires de placements alternatifs: numéro deux mondial de la gestion de fonds de hedge funds<sup>9</sup> et numéro cinq mondial de la gestion de placements immobiliers directs.<sup>10</sup> Nous sommes également un établissement de premier plan en Europe, le numéro un de la gestion de fonds communs de placement en Suisse,<sup>11</sup> le troisième gestionnaire de portefeuilles en Europe<sup>12</sup> et la première société étrangère en Chine.<sup>13</sup> L'offre unique de stratégies passives d'UBS, dont des stratégies indicielles 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 le numéro deux européen pour les stratégies passives<sup>14</sup> et le quatrième plus gros fournisseur d'ETF en Europe.<sup>15</sup> Nous avons une vocation internationale avec des bureaux principaux à Chicago, Francfort, Hartford, Hong Kong, Londres, New York, Singapour, Sydney, Tokyo et Zurich.

## La performance passée ne saurait préjuger des résultats futurs.

<sup>7</sup> Au 31 mars 2018

<sup>8</sup> dont environ 1300 dans le Corporate Centre au 31 décembre 2017.

<sup>9</sup> HFM InvestHedge Billion Dollar Club, publié en mars 2018

<sup>10</sup> FT/Towers Watson, sur la base des données au 31 décembre 2016.

<sup>11</sup> Morningstar/Swiss Fund Data FundFlows, mars 2018.

<sup>12</sup> 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).

<sup>13</sup> Z-Ben Advisors: 2018 China Rankings, avril 2018.

<sup>14</sup> UBS Asset Management, décembre 2017.

<sup>15</sup> Analyses sectorielles ETFGI European ETF et ETP, février 2018.

## Amérique

Les opinions exprimées donnent une idée générale de la position d'UBS Asset Management en juin 2018. Les informations contenues dans le présent document ne doivent en aucun cas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente d'un titre, d'une stratégie ou d'un fonds quelconque. 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 et les opinions figurant dans ce document ont été compilées ou obtenues à partir de sources considérées comme fiables et dignes de foi. Toutefois, aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude ni à l'exhaustivité des déclarations ou synthèses relatives aux différents titres, marchés et évolutions mentionnés dans ce document. UBS AG et/ou les autres membres du Groupe UBS peuvent être exposés aux, et acheter/vendre des titres ou tout autre instrument financier mentionnés dans le présent document.

Avant d'investir dans un produit, veuillez lire attentivement le prospectus le plus récent le concernant. Les parts des fonds UBS mentionnés dans le présent document peuvent être interdites à la vente dans l'ensemble des juridictions ou à certains investisseurs. De même, elles peuvent ne pouvoir 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 présentée ici ne tient pas compte des commissions et 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 dans laquelle est libellé un instrument ou un service financier est différente de votre monnaie 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 d'un destinataire précis.

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 déclarations dites «déclarations prospectives» comprenant, sans pour autant s'y limiter, des déclarations relatives à l'évolution future de notre activité. Ces déclarations prospectives représentent notre jugement et nos anticipations concernant l'évolution de notre activité. Toutefois, l'évolution et les résultats effectifs peuvent se révéler très différents de nos attentes sous l'effet d'un certain nombre de risques, d'incertitudes et d'autres facteurs importants.

## 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,



[www.ubs.com/am-linkedln](https://www.ubs.com/am-linkedln)