

# Investir en *2012*



# Des solutions axées sur la performance.

## *Pour vous.*

L'historique d'UBS Global Asset Management dans le domaine des fonds diversifiés, couvrant trois décennies, est un des plus longs du secteur de l'investissement. Nous avons initié des services qui vont au-delà de la gestion de fonds en fournissant à nos clients, quels que soient leurs besoins, des solutions axées sur la performance.

Notre équipe Global Investment Solutions réunit des spécialistes de l'investissement et de la gestion des risques aux compétences multiples, basés dans sept fuseaux horaires. Elle s'appuie sur les ressources internationales d'UBS tout en proposant une expertise locale.

Nos clients ont accès à des conseils en placement sur mesure, ainsi qu'à une gamme de fonds diversifiés répondant aux besoins les plus divers. L'offre continue d'évoluer au rythme des attentes des investisseurs.

Selon que ces derniers recherchent du rendement dans un environnement faiblement rémunérateur, une exposition aux actions assortie d'une protection structurée contre les risques de baisse des cours, ou un package complet répondant aux besoins des fonds de pension, nous pouvons offrir une solution adaptée à chacun.

### Offre Global Investment Solutions

Solutions axées sur les produits	Solutions axées sur le conseil
<ul style="list-style-type: none"><li>• Equilibre international et régional</li><li>• Préservation du capital</li><li>• Revenu diversifié</li><li>• Allocation d'actifs, couverture de change</li><li>• Produits thématiques</li><li>• Solutions structurées</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Gestion des risques liés aux régimes de retraite</li><li>• Solutions multi-gérants</li><li>• Conseil en matière de risques</li><li>• Externalisation CIO</li><li>• Conseil en matière de portefeuilles stratégiques</li><li>• Solutions de <i>family office</i></li></ul>

### Pour de plus amples informations, veuillez contacter :

International	+41-44-2346707	stefan.lecher@ubs.com
Asie-Pacifique	+852-29718832	edward.bang@ubs.com
Australie	+61-2-93243033	mark.rider@ubs.com
Europe	+41-44-2347141	daniel.rudis@ubs.com
Japon	+81-3-52933662	yoji.ota@ubs.com
Suisse	+41-44-2345287	marc.schaffner@ubs.com
Royaume-Uni	+44-20-79015271	helen.roughsedge@ubs.com
Etats-Unis	+1-312-5257923	lowell.yura@ubs.com



# Table des matières

<b>Introduction</b> Curt Custard, CFA	03
<b>Résumé</b>	04
<b>Vue d'ensemble</b> Lord Brittan of Spennithorne	06
<b>Scénarios économiques</b> Joshua McCallum	08
<b>Allocation d'actifs</b> Andreas Köster, CFA, et Matthew Richards, CFA	12
<b>Changement politique</b> Matthew Richards, CFA	15
<b>Devises</b> Jonathan Davies, CFA et Matthew Richards, CFA	16
<b>Matières premières</b> Mark Rider	18
<b>Immobilier</b> Elisabeth Troni	20
<b>Fonds souverains</b> Dr. Massimiliano Castelli	22
<b>Sélection des gérants</b> Fred Lee, CFA, FRM et Cara Olsen, CFA	24
<b>L'environnement</b> Paul Donovan et Julie Hudson, CFA	26
<b>A propos des auteurs</b>	28



# Introduction

Madame, Monsieur, chers investisseurs,

Bienvenue dans Investir en 2012, le premier numéro d'une série de publications annuelles où seront examinées, dans la perspective de l'année à venir, les évolutions de l'investissement à long terme. Cet exemplaire inaugural puise principalement dans la riche expertise de l'équipe Global Investment Solutions. Il intègre aussi des contributions issues d'autres domaines où UBS Global Asset Management dispose de ressources de premier plan, comme l'immobilier et les fonds souverains. Enfin, il met à profit les compétences et l'expérience d'UBS Investment Bank.

Les sujets, nombreux, reflètent la multiplicité des facteurs qui influenceront selon nous sur les marchés financiers en 2012. Ces pages n'entendent constituer ni une analyse exhaustive de l'univers d'investissement, ni un résumé de nos opinions en matière d'investissement. Elles visent bien davantage à vous proposer des approches variées sur un certain nombre de questions largement débattues, tout en mettant en lumière d'autres problématiques auxquelles on n'accorde peut-être pas toute l'attention qu'elles méritent.

Nous espérons qu'Investir en 2012 vous intéressera et que vous prendrez plaisir à le lire.



**Curt Custard, CFA**  
Head of Global Investment Solutions  
UBS Global Asset Management

Novembre 2011



# Résumé



## Vue d'ensemble

Lord Brittan, ancien Vice-président de la Commission européenne et éminent homme politique britannique, examine les perspectives mondiales pour 2012. Selon lui, la France et l'Allemagne pourraient permettre à certains pays de sortir de la zone euro pour protéger le système financier. Un cycle de Doha fructueux semble hélas improbable. Un ralentissement en 2012 n'entraverait pas la domination croissante de la Chine sur l'économie mondiale, appelée à s'accélérer à long terme. Considérez les opportunités d'investissement au Japon. Les prévisions concernant le commerce mondial, l'investissement et la croissance s'annoncent meilleures pour 2012 qu'elles ne l'étaient en 2011. **Page 6**



## Fonds souverains

Tablez pour les fonds souverains existants sur une croissance annuelle de l'ordre de 17 %, poussée par des réserves de change en hausse. De nombreux pays sans fonds souverain envisagent d'en constituer un. Le total des actifs de ces fonds devrait donc plus que doubler pour atteindre 9 trillards d'USD d'ici 2015. Nous soulignons leurs différences en termes de mandats et de concepts d'investissement. Les devises de réserve traditionnelles (dollar américain, euro, yen et livre sterling) perdent du terrain par rapport aux devises liées aux matières premières des marchés développés et en perdront par rapport au yuan. **Page 22**



## Sélection des gérants

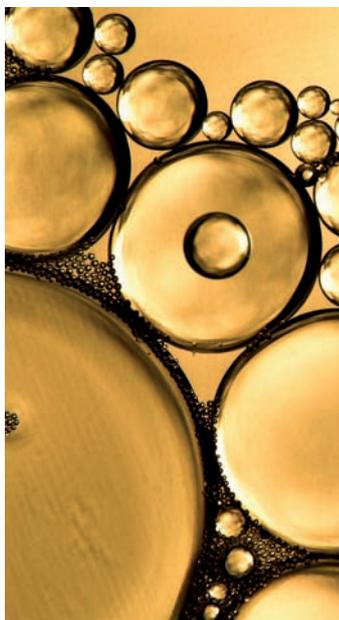
Ne cédez rien sur la gestion active. Les gérants d'actions ont tendance à performer au mieux lorsqu'il y a beaucoup d'«alpha disponible», c'est-à-dire lorsque les rendements des titres individuels affichent une forte dispersion. La dispersion augmente quand les marchés d'actions sont volatils. Les écarts de valorisation se creusent souvent en phase de dislocation du marché comme la crise de la zone euro, d'où des opportunités pour les gérants actifs. Cela laisse à penser que 2012 pourrait être une meilleure année que 2011 pour les gérants actifs. **Page 24**



## Matières premières

Les perspectives économiques moroses pèsent sur les matières premières qui, en période de fort recul de la croissance, ont enregistré historiquement des écarts moyens de 30 % à 70 % entre le pic et le niveau le plus bas – l'or étant une exception à 15 %. Par rapport aux dégagements de 2008-2009, on devrait assister en 2012 à un ralentissement moins brusque, suivi d'une reprise plus molle tant de l'économie que des marchés de matières premières. Les stocks sont plus importants qu'en 2007 pour la plupart des matières premières. La croissance chinoise devrait ralentir un peu et moins dépendre des matières premières. Les moteurs structurels à l'origine du boom de la dernière décennie sont toujours là, mais affaiblis.

**Page 18**



## Allocation d'actifs

Les marchés financiers risquent d'être autant tributaires de la politique que de l'économie en 2012. Dans quelle mesure la faiblesse du sud de la zone euro pèsera-t-elle ailleurs ? C'est une première question clé. Autre question clé : la spirale continue entre confiance et niveau de consommation des entreprises et des ménages dessine-t-elle un cercle vicieux récessif ou un cercle vertueux expansif ? Toute solution à la crise de la zone euro doit être politiquement applicable à brève échéance. Après la crise du plafonnement de la dette américaine, puis celle de la zone euro, aucun actif ne semble véritablement «sans risque». Dans un contexte de taux bas, les investisseurs recherchent des actifs à haut rendement. Mais leur moral, ou encore des difficultés structurelles comme l'évolution démographique et la pénurie énergétique, pourraient bien prendre le pas sur le rendement et sur d'autres paramètres d'évaluation. **Page 12**



## Environnement

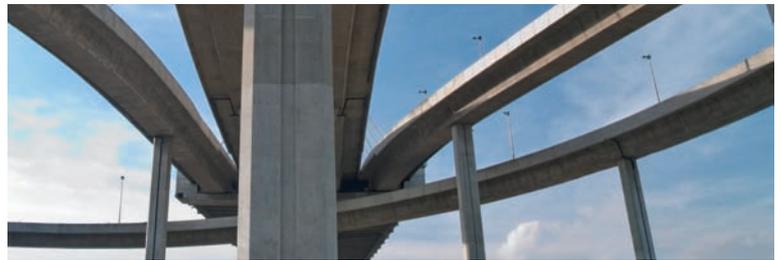
Le monde est confronté à une crise du crédit environnemental. Recourir au crédit, c'est disposer d'une ressource maintenant (qu'il s'agisse d'argent ou de ressources naturelles) et la payer ultérieurement. Environ un tiers de l'activité économique fait appel à des ressources non renouvelables : le crédit environnemental tourne à plein régime. Lors du sommet «Rio + 20» en 2012, les grands de ce monde se pencheront sur le problème, dont les conséquences sont notamment l'inflation des produits alimentaires ainsi que les litiges sur l'eau entre la Chine et tous ses voisins. Le monde se battra pour préserver son niveau de vie et, avec la crise du crédit financier, il sera difficile d'investir et d'innover comme l'exige la crise du crédit environnemental.

**Page 26**



## Changement politique

En 2012, les plus grandes économies de la planète pourraient voir leurs chefs d'Etat remplacés à un rythme sans précédent dans l'histoire récente. La Chine va se doter d'un nouveau Président et d'un nouveau Premier ministre ; les élections présidentielles aux Etats-Unis et en France s'annoncent serrées ; le Japon pourrait bien démarrer l'année avec son sixième Premier ministre depuis 2006 ; le Royaume-Uni, l'Allemagne et l'Inde sont gouvernés par des coalitions plus ou moins stables. **Page 15**



## Scénarios économiques

Nos spécialistes de l'investissement se sont prononcés sur la vraisemblance de trois scénarios économiques mondiaux. Le plus probable est une «récession de la croissance», où les taux de croissance du PIB sont légèrement positifs dans les grandes économies développées et nettement en deçà de la moyenne dans les économies émergentes. Le deuxième scénario par ordre de probabilité est celui d'une récession pure et simple, et le troisième celui d'une reprise. Nous présentons pour chacun d'eux des éléments clés ainsi que des prévisions de PIB et d'inflation. **Page 8**



## Immobilier

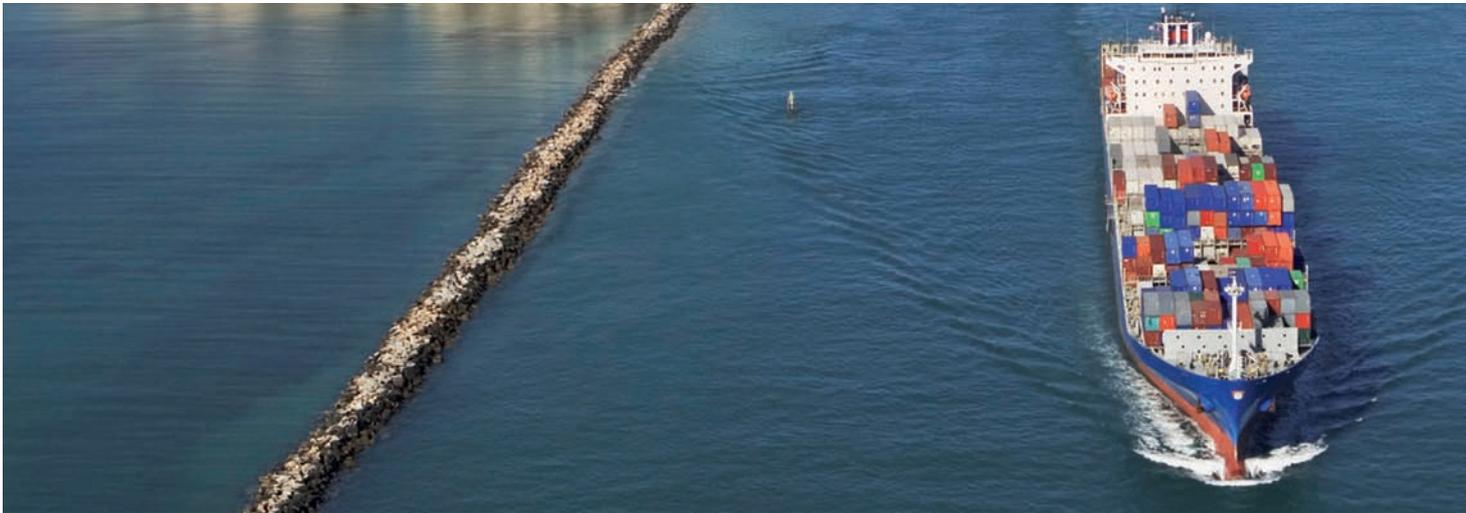
Les stratégies traditionnelles d'investissement immobilier devraient rester très prisées des investisseurs peu enclins à pousser trop loin la course aux rendements. A la différence du passé récent, nous n'anticipons pas un déplacement significatif des flux de ces stratégies traditionnelles vers des stratégies plus risquées, malgré des rendements bien supérieurs pour ces dernières. Dans un contexte de taux bas, les placements stabilisés et générateurs de revenus ont la faveur des investisseurs. Les risques étant difficiles à évaluer actuellement, il n'y a guère de consensus sur une prime de risque appropriée pour les actifs les moins stables. **Page 20**



## Devises

Il y a des similitudes entre aujourd'hui et le début des années 1990 : déficits américains élevés et faiblesse du dollar, Union monétaire européenne proche de la rupture, forte croissance en Asie susceptible de causer une bulle financière. Il y a aussi des différences: la balance courante était déficitaire à l'époque, elle est excédentaire aujourd'hui. Le billet vert semble sous-évalué, alors que le franc suisse et le dollar australien semblent surévalués. L'euro pourrait se déprécier pour atteindre 1,20 à 1,35 USD en 2012. Les devises des pays asiatiques exportateurs devraient poursuivre leur hausse à long terme, mais pourraient bien s'affaiblir en 2012 avec le ralentissement du commerce mondial. **Page 16**

## Une vue *d'en haut*



Décider où investir implique toujours de comparer les probabilités d'évolutions positives et négatives dans différentes parties du globe. Parfois, ces probabilités sont raisonnablement claires. Mais pour 2012, les prévisions présentent des incertitudes inhabituelles, car la multitude et la magnitude des évolutions potentielles sont fortement accrues par rapport à des périodes plus stables.

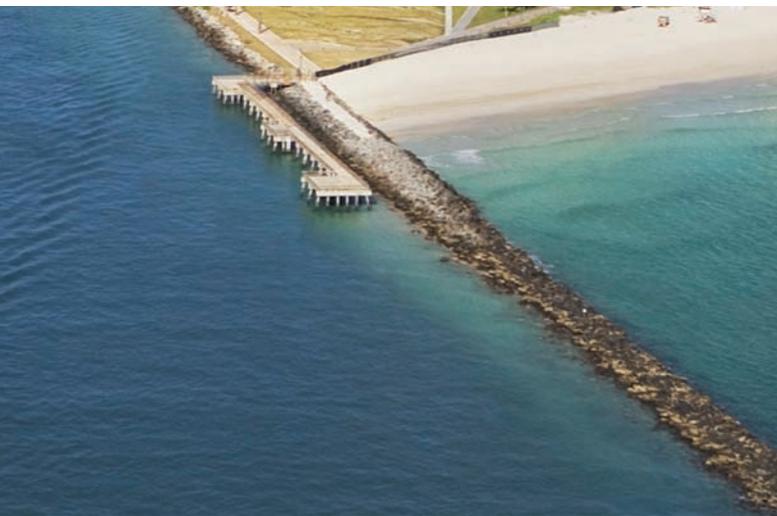
Par exemple, l'incertitude peut-être la plus importante concerne la zone euro. Ce n'est pas surprenant, dans la mesure où la création de la zone euro a été de loin le plus grand pas en avant des temps modernes en matière monétaire: dès lors, l'avenir de cet espace sera nécessairement plus tributaire d'événements extérieurs que ne le serait un espace existant de longue date.

Pourtant, malgré les turbulences de 2011 et celles qui s'annoncent en 2012, certains éléments fondamentaux sont clairs. Tout d'abord, la détermination politique des pays centraux de la zone euro – France et Allemagne en tête – à soutenir et développer l'euro est primordiale. En second lieu, leur capacité à le faire est très forte: seules pourraient l'entraver des évolutions monétaires extérieures à la zone euro et de l'ampleur d'un tsunami. Cela ne signifie pas pour autant une volonté et une capacité éternelles de soutenir la zone euro avec tous ses membres actuels. Il y aura un désir d'apporter ce soutien et une propension à investir des moyens politiques et financiers considérables dans ce but. Mais en dernière analyse, si la zone euro venait à connaître des tensions extrêmes, on ne peut exclure que ses membres clés permettent à un ou plusieurs pays plus faibles d'en sortir. Dans ces circonstances, la décision sera prise au regard de son effet sur les membres restants, et non au regard d'un engagement idéologique à ce que la zone euro demeure une entité aussi vaste que possible.

Une analyse à froid de l'impact qu'aurait le départ d'un pays de la zone euro sur les banques françaises et allemandes, par exemple, pourrait bien être le facteur le plus déterminant dans le processus décisionnel.

La zone euro ne saurait s'envisager de façon isolée. Son avenir dépendra des événements internationaux. La capacité des Etats-Unis à résoudre leurs problèmes budgétaires, en particulier, aura un impact sur le reste du monde, y compris la zone euro. Avoir des Etats-Unis stables et en expansion serait bien sûr un facteur positif pour nous tous, raison pour laquelle le monde entier scrutera ses évolutions politiques et économiques en 2012. Les incertitudes normales, inévitables, seront bien entendu d'autant plus prononcées durant cette année électorale.

Il y a un développement qui, s'il intervenait, serait extrêmement positif pour l'économie mondiale, mais qui hélas semble improbable en 2012 : je veux parler d'une issue heureuse du cycle de Doha. A mon grand regret, alors que j'étais conseiller de David Cameron sur le commerce l'année dernière, j'ai bien dû constater que les Etats-Unis n'avaient tout simplement pas la volonté politique d'aboutir. Ce n'est pas qu'ils seraient opposés à un tel accord. C'est plutôt qu'ils ne sont pas prêts à en faire une priorité. Si c'était un objectif clé pour le Président des Etats-Unis, alors seulement il y aurait une chance que tous les autres pays aillent suffisamment loin dans leurs offres de libéralisation du commerce pour aboutir à un accord. Aux Etats-Unis, la libéralisation du commerce est considérée – selon moi à tort – comme n'étant pas une priorité. A l'évidence, l'opposition actuelle sur cette question est telle qu'il faudrait un geste fort du Président pour placer la libéralisation du commerce au centre de l'agenda américain. Cela ne se produira pas.



Par ailleurs, même sans une libéralisation accrue du commerce, la croissance de la Chine devrait rester un facteur positif sur la scène économique mondiale en 2012. La Chine a si bien réussi son intégration dans le reste du monde que, selon toute probabilité, elle poursuivra voire accélérera cette politique en 2012. Alors que par le passé, on aurait pu interpréter cela comme un désir mercantiliste de prendre le contrôle sur des ressources physiques, le processus est à l'œuvre depuis trop longtemps et est allé trop loin pour qu'une telle explication suffise. L'intérêt croissant que manifestent les entreprises chinoises à procéder à des acquisitions dans toutes sortes de secteurs et de zones géographiques indique une tendance durable, conséquence naturelle de la participation accrue de la Chine à l'économie mondiale.

Ce processus connaîtra-t-il des coups d'arrêt ? A long terme, il risque fort de perdurer, ne serait-ce que parce que la Chine a encore bien du chemin à parcourir. Les Etats-Unis et l'Europe, c'est naturel, se montrent sceptiques quand la Chine prétend être encore une économie en développement; ils voient là des arguments intéressés visant à pérenniser son statut commercial privilégié d'économie en développement. Mais le rythme auquel la Chine se développe et la taille de son économie ne doivent pas nous faire oublier qu'en dehors des zones côtières de l'est du pays, le niveau de vie reste très bas. Voilà pourquoi le potentiel qu'a la Chine de poursuivre son expansion rapide est si important, et pourquoi ce serait une erreur de supposer qu'une telle expansion n'est pas durable. Cela ne signifie pas pour autant que nous pouvons tabler sur un simple accroissement linéaire du taux de croissance actuel. Nous avons déjà constaté que la Chine s'inquiétait de son taux d'inflation, ce qui, en 2012 comme par le passé, pourrait engendrer des mesures qui pèsent

sur le taux de croissance à court terme. Même si cela se reproduit, il est probable que ce ne sera rien de plus qu'un coup d'arrêt temporaire à ce qui semble devoir rester une croissance continue et inexorable de l'économie chinoise.

La focalisation suscitée par le développement rapide de la Chine a inévitablement entraîné, par contraste, une perte d'intérêt pour le Japon. Une telle attitude de la part des investisseurs serait une erreur. L'économie japonaise est tellement énorme que l'on serait mal inspiré d'ignorer les opportunités qu'elle recèle. Bien sûr, la croissance japonaise demeure morose, et l'on connaît les difficultés persistantes auxquelles sont confrontés les «*outsiders*» désireux de développer pleinement le potentiel du marché japonais. Pourtant, à négliger par simple lassitude les possibilités qui s'ouvrent au Japon, on risque de rater de vraies opportunités. Cet article ne prétend pas faire le tour des opportunités de placement en 2012. Il vise plutôt à mettre en lumière certains aspects particulièrement prégnants du contexte actuel. Mais on ne saurait conclure sans rappeler le sentiment général et juste qu'en 2012, les meilleures perspectives de croissance devraient rester l'apanage des marchés émergents – Extrême-Orient en particulier, mais aussi Amérique latine.

Comme toujours, la scène mondiale a ses incertitudes et ses aspects négatifs, ses risques et ses dangers. Mais l'un dans l'autre, il me semble que les perspectives en matière de commerce, d'investissement et de croissance se présentent en 2012 sous un jour meilleur qu'en 2011.

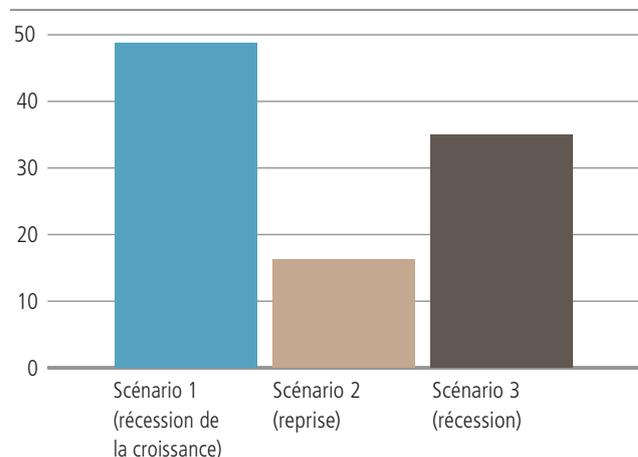
*Lord Brittan of Spennithorne*

# Le bon, la brute et *le truand*



Nul ne sait quel chemin prendra l'économie mondiale. Mais nous pouvons au moins esquisser quelques issues possibles. Le Cyclical Market Forum d'UBS Global Asset Management, qui se réunit chaque trimestre, se prononce sur la vraisemblance de trois scénarios économiques et discute de leurs implications pour diverses catégories d'actifs. Cet automne, le Forum a retenu trois scénarios: reprise économique, retour à la récession et «récession de la croissance», une voie moyenne où la croissance économique est si lente qu'elle est ressentie un peu comme une récession. Ce dernier scénario est arrivé en tête en termes de vraisemblance, suivi de la récession pure et simple (voir graphique 1). Nous présentons ci-après chacun de ces scénarios, en mettant l'accent sur ce à quoi pourrait ressembler une récession de la croissance dans les plus grandes économies mondiales.

**Graphique 1 : niveau de probabilité retenu**



Source : UBS Global Asset Management

### Scénario 1 : récession de la croissance

Ce scénario ressemble à une récession car, sur les marchés développés, les économies perdent quasiment toute leur dynamique. Mais comme ces économies étaient toujours dans la phase de reprise du cycle économique en 2011, elles n'avaient pas encore constitué les excédents de stocks, d'investissement et d'emploi qui déclenchent typiquement un atterrissage brutal et une récession pure et simple. Dans ce scénario, les marchés émergents souffrent du ralentissement du commerce mondial et leur croissance économique est inférieure à la moyenne, quoique pas dans la même mesure que sur les marchés développés.

### Etats-Unis

Les ménages continuent de consommer avec parcimonie et les entreprises réduisent les investissements et la constitution de stocks, d'où une croissance du PIB inférieure à la moyenne. Le taux de chômage frôle les 10 %. Les pressions inflationnistes s'atténuent. Les perspectives s'assombrissent pour 2012, la Réserve Fédérale se sent contrainte de procéder à une troisième série d'assouplissements quantitatifs.

## Zone euro

Malgré de nouvelles mesures d'austérité suscitées par la dégradation des perspectives de croissance du PIB, la crise gronde toujours. Elle s'étend, mais des avancées vers une solution globale, notamment l'adhésion à l'intégration budgétaire, viennent calmer les marchés. Même l'Allemagne connaît un ralentissement de sa croissance, car la demande mondiale reste faible. L'inflation se tasse, avec des taux d'intérêt inchangés sur 2011 mais en baisse pour 2012.

## Japon

Après la reprise en V qui a suivi le tremblement de terre de 2011, le ralentissement de la croissance se ressent au Japon en 2012. L'inflation tend vers zéro. Des pressions haussières s'exerçant sur le yen, de nouvelles interventions sont réalisées pour éviter toute progression excessive.

## Royaume-Uni

En raison des difficultés de la zone euro et de la faible consommation intérieure, la croissance reste nettement en dessous de la moyenne. L'inflation commence enfin à régresser, reflétant des effets de base.

## Chine

La politique monétaire passe du resserrement à l'assouplissement car les inquiétudes quant à la croissance mondiale et aux perspectives commerciales l'emportent sur les pressions inflationnistes croissantes, surtout en ce qui concerne les produits alimentaires et le logement. Cela accélère la réorientation vers une croissance économique axée sur le marché intérieur.

## Brésil

L'exposition au ralentissement sur les marchés étrangers, y compris aux Etats-Unis, est compensée en partie par une solide demande intérieure. L'inflation s'atténue.

## Inde

Le ralentissement mondial permet à l'Inde de moins se focaliser sur la lutte contre l'inflation et de laisser l'économie décélérer jusqu'à son taux de croissance naturel.

## Russie

L'économie connaît des difficultés en raison de la baisse des prix de l'énergie. L'inflation diminue.

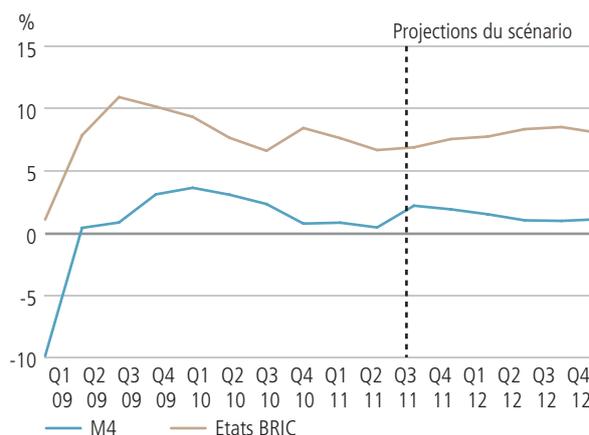


Graphique 2 : scénario 1

	PIB-accroissement (%)			IPC-Inflation (%)		
	'10	'11	'12	'10	'11	'12
<b>Major 4 (M4)</b>	<b>2 ½</b>	<b>1 ¼</b>	<b>1 ½</b>	<b>1 ¼</b>	<b>2 ½</b>	<b>1 ¾</b>
Etats-Unis	3	1 ¾	1 ¾	1 ¾	3	2 ¼
Zone euro	1 ¾	1 ¾	¾	1 ½	2 ½	2
Japon	4	- 1/4	2 ¾	- ¾	- ¼	0
Royaume-Uni	1 ¼	1	1 ¼	3 ¼	4 ½	2 ¾
<b>BRICs</b>	<b>9</b>	<b>7 ½</b>	<b>7 ¾</b>	<b>5 ¼</b>	<b>6 ¾</b>	<b>6 ½</b>
Chine	10 ½	9 ½	9 ½	3 ¼	5 ¾	5 ¾
Russie	4	3 ½	4 ½	6 ¾	9	8
Brésil	7 ½	4 ¼	5 ¼	5	6 ½	5 ½
Inde	10	8 ¼	8	12	9	8 ¼
<b>M4 + BRICs</b>	<b>4</b>	<b>2 ¾</b>	<b>3</b>	<b>3 ¾</b>	<b>5</b>	<b>4 ½</b>

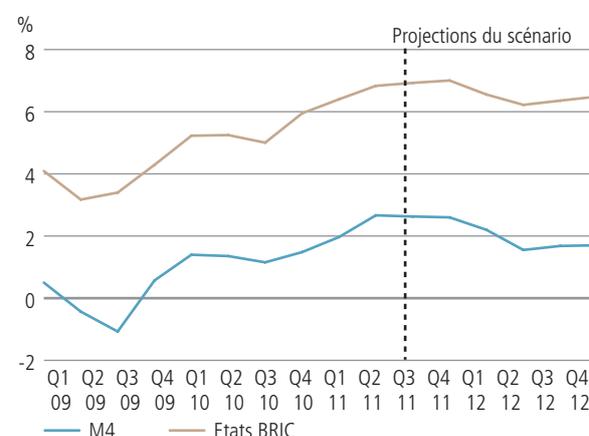
Graphique 3 : croissance du PIB dans le scénario 1

Croissance annualisée du PIB en glissement trimestriel



Graphique 4 : indice des prix à la consommation dans le scénario 1

Indice des prix à la consommation en glissement annuel, par trimestre



Sources : Bloomberg, FMI, UBS Global Asset Management

**Scénario 2 : reprise**

Dans ce scénario, jugé le moins probable (voir graphique 1, page 8), le récent dérapage des données économiques s'avère n'être rien de plus qu'un «ralentissement de milieu de cycle». De tels ralentissements sont très fréquents dans les périodes d'expansion économique prolongée. Celui-ci, comme souvent, est suivi d'une ré-accélération de la croissance économique.

Ce cours heureux des événements provient de deux facteurs. Premièrement, les instances européennes respectent leurs promesses de se pencher sur la question des dettes souveraines, qui est au cœur de la crise de la zone euro. Deuxièmement, les données économiques se révèlent meilleures que les prévisions revues à la baisse, déclenchant une spirale positive: les cours des actions et d'autres actifs risqués commencent à grimper et la confiance revient, suscitant à son tour une hausse de la consommation et des données économiques en progression.

C'est le scénario de la «croissance forte» – forte seulement par rapport aux deux autres scénarios. En 2012, dans la plupart des pays, la croissance et l'inflation ne sont pas fulgurantes mais progressent régulièrement. La Réserve fédérale peut ainsi maintenir des taux exceptionnellement bas pendant deux ans, comme promis, tandis que la Banque centrale européenne se contente d'un seul nouveau relèvement. La zone euro échappe à la catastrophe mais les pays du sud qui en sont membres souffrent des plans d'austérité. Le Japon évite la déflation. Les pressions inflationnistes s'atténuent en Russie et, dans une certaine mesure, en Chine, mais restent préoccupantes au Brésil et en Inde. Les cours des matières premières sont généralement stables, avec quelques légères hausses.

**Scénario 3 : récession**

Retenu en septembre comme le deuxième scénario le plus probable (voir graphique 1, page 8), ce ralentissement généralisé est clairement négatif pour les investisseurs. Les économies développées entrent vraiment en récession, plaçant la zone euro en situation de crise existentielle. Les marchés émergents pâtissent de l'effondrement des échanges commerciaux et de l'effritement de la confiance. Les cours des matières premières plongent.

La panique sur le marché obligataire de la zone euro s'étend à la France et à la Belgique. Même l'économie allemande stagne, de sorte que la Banque centrale européenne change son fusil d'épaule et abaisse les taux d'intérêt. La Réserve fédérale se lance dans une troisième série d'assouplissements quantitatifs car les Etats-Unis entrent en récession. Le Japon, le Royaume-Uni et la Russie entrent également en récession; en Chine, au Brésil et en Inde, la croissance reste positive mais chute brutalement. Le système bancaire chinois se fissure, assombrissant les perspectives pour 2013.

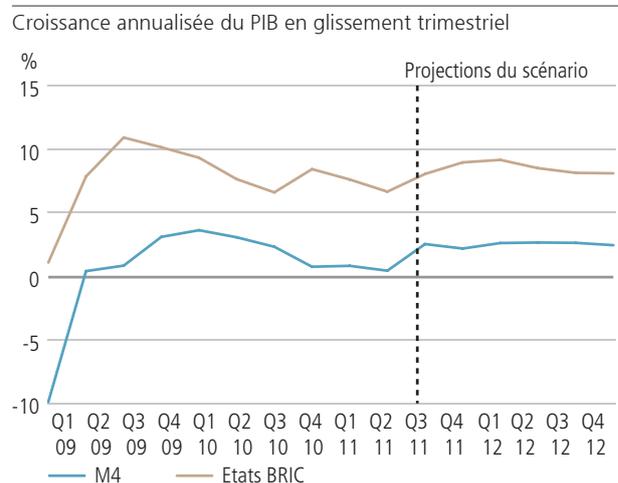
Deux facteurs desserrent un peu l'étai. Premièrement, le fait que le système financier ait généré peu d'excédents durant les années d'expansion passées (par opposition à la période de prospérité qui a culminé en 2007) limite l'ampleur de cette récession. Deuxièmement, la baisse généralisée de l'inflation permet des politiques monétaires de relance – bien que la déflation s'aggrave au Japon.

Joshua McCallum

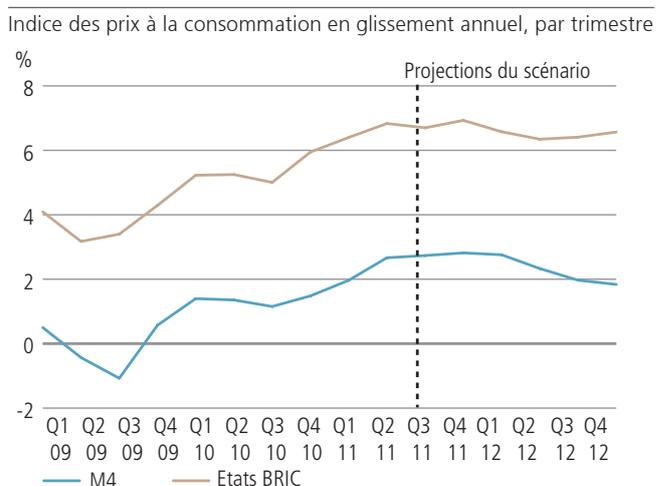
Graphique 5 : scénario 2

	PIB-accroissement (%)			IPC-Inflation (%)		
	'10	'11	'12	'10	'11	'12
<b>Major 4 (M4)</b>	<b>2 ½</b>	<b>1 ½</b>	<b>2 ½</b>	<b>1 ¼</b>	<b>2 ½</b>	<b>2 ¼</b>
Etats-Unis	3	1 ¾	2 ¾	1 ¾	3 ¼	2 ¾
Zone euro	1 ¾	1 ¾	1 ¼	1 ½	2 ¾	2 ¼
Japon	4	0	4 ¾	- ¾	- ¼	¼
Royaume-Uni	1 ¼	1	2	3 ¼	4 ½	3 ¾
<b>BRICs</b>	<b>9</b>	<b>7 ¾</b>	<b>8 ½</b>	<b>5 ¼</b>	<b>6 ¾</b>	<b>6 ½</b>
Chine	10 ½	9 ½	9 ¾	3 ¼	5 ½	4 ¾
Russie	4	4	6 ½	6 ¾	9 ¼	9 ½
Brésil	7 ½	4 ¼	6 ¼	5	6 ½	5 ½
Inde	10	8 ½	8 ½	12	9 ½	11 ¼
<b>M4 + BRICs</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3 ¾</b>	<b>5</b>	<b>4 ¾</b>

Graphique 6 : croissance du PIB dans le scénario 2



Graphique 7 : indice des prix à la consommation dans le scénario 2



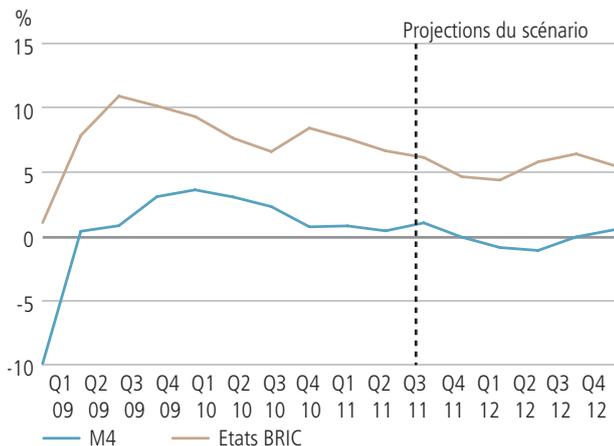
Sources : Bloomberg, FMI, UBS Global Asset Management

**Graphique 8 : scénario 3**

	PIB-accroissement (%)			IPC-Inflation (%)		
	'10	'11	'12	'10	'11	'12
<b>Major 4 (M4)</b>	<b>2 ½</b>	<b>1</b>	<b>- ¼</b>	<b>1 ¼</b>	<b>2 ¼</b>	<b>¾</b>
Etats-Unis	3	1 ½	0	1 ¾	2 ½	¼
Zone euro	1 ¾	1 ½	- ½	1 ½	2 ½	1 ½
Japon	4	-1	0	- ¾	- ¼	- ½
Royaume-Uni	1 ¼	1	0	3 ¼	4 ¼	3
<b>BRICs</b>	<b>9</b>	<b>7 ¼</b>	<b>5 ½</b>	<b>5 ¼</b>	<b>6 ¾</b>	<b>5</b>
Chine	10 ½	9 ¼	7 ¼	3 ¼	5 ½	4
Russie	4	2 ¾	1	6 ¾	8 ¾	6 ½
Brésil	7 ½	4	3 ¼	5	7	5 ¾
Inde	10	8	5 ½	12	9 ¾	7
<b>M4 + BRICs</b>	<b>4</b>	<b>2 ½</b>	<b>1 ¼</b>	<b>3 ¾</b>	<b>4 ¾</b>	<b>3 ¼</b>

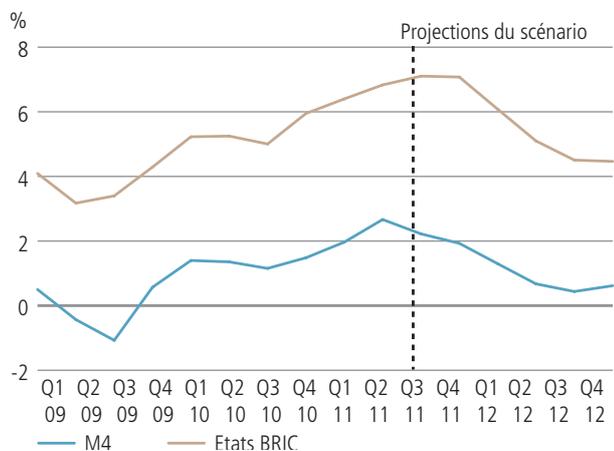
**Graphique 9 : croissance du PIB dans le scénario 3**

Croissance annualisée du PIB en glissement trimestriel



**Graphique 10 : indice des prix à la consommation dans le scénario 3**

Indice des prix à la consommation en glissement annuel, par trimestre



Sources : Bloomberg, FMI, UBS Global Asset Management





# Philosophie, *politique* et économie

Les investisseurs devront exceller dans trois domaines pour prendre les bonnes décisions en matière d'allocation d'actifs en 2012.

L'Université d'Oxford, avec son diplôme de premier cycle en philosophie, politique et économie (PPE), est une pépinière de leaders mondiaux: elle a produit son lot de sommités, dont David Cameron et Aung San Suu Kyi. Pour les investisseurs, la philosophie, la politique et l'économie seront des disciplines fondamentales en 2012. Si l'économie, qui leur est familière, reste prédominante, une bonne allocation d'actifs nécessitera aussi de solides connaissances en politique, et même en philosophie.

L'économie offre une panoplie d'incertitudes. A l'automne, les participants à notre Cyclical Market Forum, qui représentent toutes les équipes d'investissement au sein d'UBS Global Asset Management, ont examiné trois scénarios pour l'économie mondiale en 2012 (voir page 8). Selon eux, la «récession de la croissance» est le plus vraisemblable, suivi de la «récession» puis de la «reprise». C'est de mauvais augure pour la croissance du PIB mondial, même si la réduction des pressions inflationnistes peut apporter un certain confort.

Quel que soit le scénario, il est difficile d'envisager pour l'année prochaine une croissance solide dans la partie méridionale de la zone euro. A l'heure où les gouvernements de cette région, à court de liquidités, se débattent avec des plans d'austérité, la question est de savoir dans quelle mesure la crise ralentira la croissance dans le reste de la zone euro, sur d'autres marchés développés et sur les marchés émergents. Deux facteurs sont à surveiller: le niveau de dépendance de chaque région par rapport aux exportations vers le sud de la zone euro, et la capacité de chaque région de garder une croissance intérieure dynamique si le volume des exportations baisse.

Dans toutes les économies, les investisseurs doivent espérer un cercle vertueux pour 2012 tout en se préparant à un cercle vicieux. Dans le cercle vicieux, les craintes de récession deviennent une prédiction qui se réalise d'elle-même: les consommateurs dépensent moins, donc les bénéfices des entreprises chutent, donc les niveaux d'investissement et d'emploi baissent, et donc la confiance des consommateurs s'effrite encore plus. Dans le cercle vertueux, c'est l'inverse: la confiance et la consommation augmentent et se stimulent mutuellement. La spirale positive amorcée en 2009 fut sans conteste le fruit de généreuses mesures de relance gouvernementales, qualifiées aux Etats-Unis de «*shock and awe*» (choc et effroi). Mais les dépenses publiques à grande échelle, alors considérées comme une solution, sont aujourd'hui un problème aux yeux de certains – les

investisseurs s'inquiètent de l'endettement lourd et croissant des Etats dans la zone euro et au-delà.

C'est là que la politique intervient. Si la zone euro était un pays, son niveau d'endettement et son déficit budgétaire seraient globalement comparables à ceux de certains pays notés AAA, comme le Royaume-Uni. Mais alors que la poursuite de l'intégration de la zone euro et le partage du poids de la dette font parfois figure de solution à la crise, on se demande aussi si ce serait politiquement acceptable. En Allemagne, par exemple, les électeurs rechignent à l'idée de donner encore plus d'argent à des pays qui ont accumulé d'énormes dettes. Autre problème: la machine politique européenne est plus lente que les marchés, de sorte que même si l'on convient d'un plan, il ne sera pas forcément mis en œuvre assez vite.

Compte tenu du risque que la situation dégénère d'une crise européenne à une crise mondiale, certaines puissances, dont les Etats-Unis et la Chine, ont exhorté les autorités européennes à intervenir rapidement. La diplomatie sera donc cruciale dans divers domaines qui influent sur l'économie internationale, comme le commerce mondial (voir page 6). Les investisseurs doivent donc être vigilants quant à d'éventuels changements de dirigeants politiques. En 2012, les plus grandes économies de la planète pourraient voir leurs chefs d'Etat remplacés à un rythme sans précédent dans l'histoire récente. La Chine va se doter d'un nouveau Président et d'un nouveau Premier ministre; les élections présidentielles aux Etats-Unis et en France s'annoncent serrées; le Japon pourrait bien démarrer l'année avec son sixième Premier ministre depuis 2006; le Royaume-Uni, l'Allemagne et l'Inde sont gouvernés par des coalitions plus ou moins stables (voir «Les dirigeants face aux urnes», page 15).

Des épisodes comme la crise du plafonnement de la dette américaine ou la crise persistante dans la zone euro ont poussé les investisseurs à s'interroger sur la volonté et la capacité des gouvernements de pays économiquement avancés à rembourser leurs dettes – questions impensables il y a quelques années. Pourtant, le concept d'un «taux sans risque» défini par le rendement des emprunts d'Etat, notamment les bons du Trésor américain, reste monnaie courante. Les étudiants en philosophie apprennent à identifier et remettre en question les hypothèses axiomatiques susceptibles de mener à des conclusions erronées: l'existence d'actifs sans risque est un des axiomes que les investisseurs devraient remettre en question. Dans le même ordre d'idée, il y a aussi l'hypothèse que les marchés émergents sont plus risqués que les marchés développés, ou celle qu'une «prime de risque sur actions» signifie que les actions surperformeront les obligations si l'on attend assez

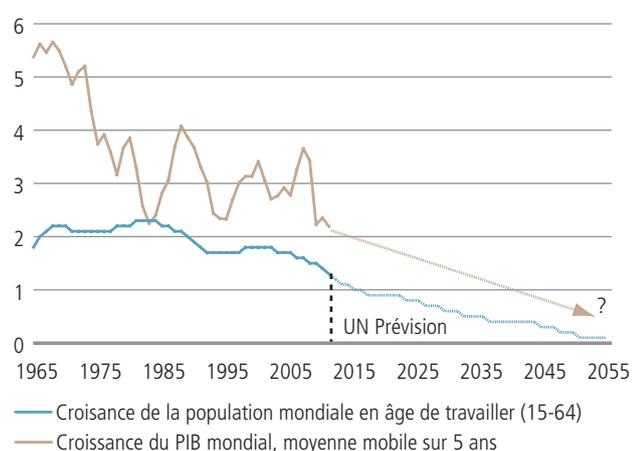
## Allocation d'actifs

longtemps (les investisseurs japonais qui ont acheté des actions dans les années 1980 attendent toujours). Même l'interrogation philosophique «qu'est-ce qui est réel ?» pourrait bien occuper l'esprit des investisseurs en 2012, dès lors que le scepticisme croissant envers les actifs financiers déplace l'intérêt vers les actifs «réels» comme l'immobilier.

L'immobilier est apprécié en partie pour sa capacité à générer un rendement assez conséquent dans un environnement où les obligations sont faiblement rémunératrices. De même, des rendements sur dividende élevés plaident en faveur des actions – pour autant qu'ils soient pérennes. Si les dividendes européens restent à leurs niveaux actuels, les actions européennes pourraient générer d'importantes plus-values pour les investisseurs tout en offrant des rendements supérieurs à ceux des emprunts d'Etat allemands. Les acheteurs d'obligations d'entreprises pourraient objecter que ces titres présentent eux aussi, par rapport aux emprunts d'Etat, un écart de rendement important en comparaison historique, avec moins de risques de baisse que les actions.

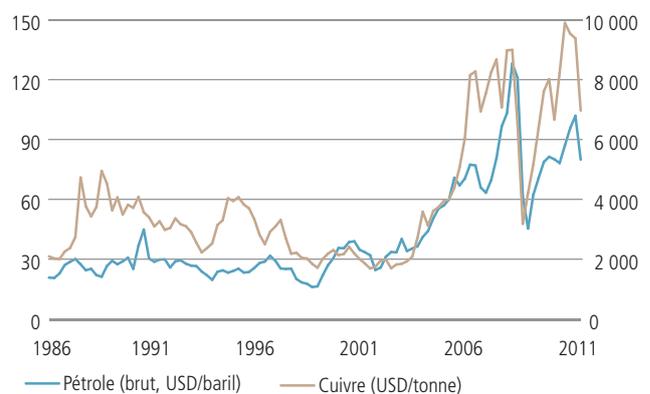
Les paramètres d'évaluation tels que les rendements ne sont pas le seul critère de performance des investissements, pour au moins deux raisons. Premièrement, des changements structurels peuvent ralentir la croissance économique et accroître sa volatilité à long terme. Ainsi, les actions peuvent être plus onéreuses qu'elles ne semblent, même si elles paraissent sous-évaluées en comparaison historique au regard d'indicateurs comme le ratio cours/bénéfice. La population mondiale en âge de travailler, par exemple, s'accroît de plus en plus lentement, ce qui tendrait à réduire la croissance du PIB à long terme (voir graphique 1), puis probablement la croissance des bénéfices. Et comme les matières premières vitales – pétrole et cuivre en tête – se raréfient et sont de plus en plus chères à extraire, la hausse de leurs cours (voir graphique 2) risque de freiner la productivité et la croissance dans des secteurs et des pays qui sont consommateurs nets de ces matières premières.

**Graphique 1 : ralentissement démographique et croissance du PIB**



Sources : Nations Unies, Banque mondiale, UBS Investment Bank, UBS Global Asset Management

**Graphique 2 : cours du pétrole et du cuivre, en USD constants (2011)**



Sources : London Metal Exchange, Wall Street Journal, UBS Investment Bank

Deuxièmement, et encore plus important, le moral des investisseurs joue sur les marchés. L'investissement basé sur l'évaluation tend à être plus fructueux lorsqu'on le combine à une analyse du comportement du marché, afin d'identifier les moments où l'abattement risque de tirer encore à la baisse des titres sous-évalués, et ceux où l'exubérance risque de tirer encore à la hausse des titres surévalués. Nous pourrions bien passer par l'un de ces moments, voire par les deux, en 2012. S'il reste du temps aux investisseurs pour se pencher sur une quatrième discipline, ils feraient bien d'étudier la psychologie.

*Andreas Köster, CFA, et Matthew Richards, CFA*

# Les dirigeants *face aux urnes*

Pays	Part du PIB mondial en 2012	Changements de dirigeants possibles en 2012
Etats-Unis	22 %	Le Président Barack Obama se présente aux élections en novembre pour un second mandat de quatre ans, après la désignation de son adversaire républicain dans le cadre de primaires organisées de février à avril.
Chine	10 %	Xi Jinping et Li Keqiang sont largement donnés gagnants pour succéder respectivement à Hu Jintao comme Président et à Wen Jiabao comme Premier ministre lors du Congrès national d'octobre/novembre.
Japon	8 %	Le Premier ministre Yoshihiko Noda a pris ses fonctions en septembre 2011 ; ses 10 prédécesseurs ont tenu 21 mois en moyenne à ce poste, les cinq derniers 12 mois en moyenne.
Allemagne	5 %	La Chancelière Angela Merkel entend rester en fonction jusqu'aux élections de septembre/octobre 2013, sous réserve de conserver intacte la coalition au pouvoir.
Royaume-Uni	4 %	Le Premier ministre David Cameron entend rester en fonction jusqu'aux élections de 2015, sous réserve de conserver intacte la coalition au pouvoir.
France	4 %	Le Président Nicolas Sarkozy devrait solliciter un second mandat de cinq ans dans le cadre d'une élection à deux tours organisée en avril/mai. Ses adversaires principaux seraient François Hollande (Parti socialiste) et Marine Le Pen (Front National).
Brésil	4 %	La Présidente Dilma Rousseff, élue pour un premier mandat en 2010, devrait rester au pouvoir et pourrait se représenter en 2014.
Russie	3 %	L'actuel Premier ministre et ancien Président Vladimir Poutine est largement donné gagnant de l'élection présidentielle de mars 2012 ; l'actuel Président Dmitri Medvedev devrait remplacer Poutine au poste de Premier ministre.
Italie	3 %	Le gouvernement technocratique du Premier ministre Mario Monti a été constitué en novembre 2011 ; élections et nouveau gouvernement en avril 2013 au plus tard.
Inde	3 %	Le Premier ministre Manmohan Singh entend rester en fonction jusqu'aux élections de 2014, sous réserve de conserver intacte la coalition au pouvoir.
<b>Total</b>	<b>66 %</b>	Trois élections présidentielles en 2012 ; nouveau Président et Premier ministre chinois en 2012 ; un gouvernement technocratique et trois gouvernements de coalition plus ou moins stables ; sixième Premier ministre japonais depuis 2006 ; Présidente brésilienne en position relativement stable.

Sources : sources nationales, FMI, Wikipedia, UBS Global Asset Management

Matthew Richards, CFA



# La devise du *rebond*

Les Etats-Unis doivent faire face aux conséquences de la crise financière et de la récession, qui ont entraîné dans leur sillage un chômage élevé et un manque de confiance en la croissance économique: un cadre loin d'être idéal pour la campagne du Président en vue de sa réélection. Dans le même temps, la situation économique tendue met l'Union monétaire européenne sous pression, tant politiquement que financièrement, le départ de certains membres est envisagé. Le franc suisse s'est envolé. En Asie, les taux de croissance sont nettement supérieurs à ceux des marchés développés, en partie grâce à la croissance impressionnante de la Chine – même si l'on redoute que ce dynamisme d'aujourd'hui soit source de problèmes pour demain.

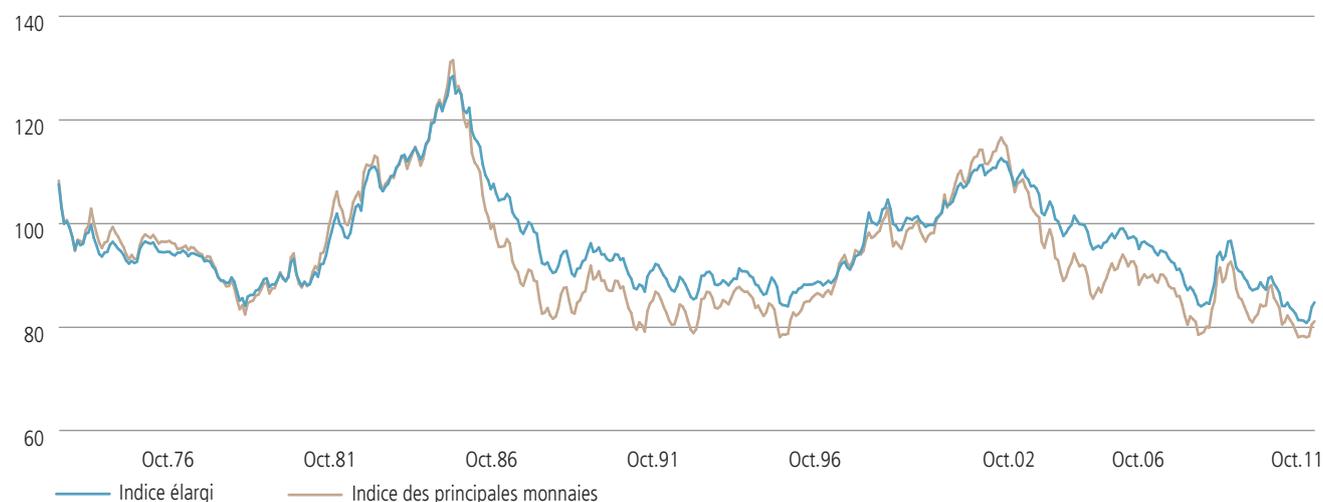
Pour la plupart des lecteurs, le scénario ci-dessus ressemble probablement à une description du monde actuel. Pour ceux qui ont bonne mémoire, il a peut-être aussi un air de déjà vu, car il pourrait évoquer tout aussi bien la situation au début des années 1990. Mais l'épisode en cours est différent – à certains égards. Tant les similitudes que les contrastes entre 2011 et le début des années 1990 sont essentiels pour nous forger une opinion sur l'évolution des principales devises durant l'année à venir.

Pour commencer, examinons les similitudes. A la fin des années 1980 et au début des années 1990, la crise des liquidités et du crédit a eu pour origine des politiques de prêt imprudentes, qui ont financé un boom du secteur immobilier américain, rendu nécessaires des renflouements du système financier et creusé les déficits publics américains. Les parallèles avec la crise du crédit qui a démarré en 2007 sont évidents. Autre parallèle : la faible valeur du billet vert au début des années 1990 et aujourd'hui (voir graphique 1). La Réserve fédérale a tenté de mettre fin au malaise en abaissant les taux d'intérêt.

En Europe, à l'époque comme aujourd'hui, le projet de monnaie unique bénéficiait d'un solide soutien politique mais subissait la pression des marchés. L'euro n'existait pas encore mais les devises européennes étaient arrimées au mark allemand, premier pas vers la monnaie unique. Des ventes massives de livres sterling forcèrent le gouvernement britannique à mettre un terme à la parité lors du «mercredi noir» de septembre 1992. (Norman Lamont, Chancelier de l'échiquier, en fit l'annonce flanqué d'un jeune conseiller de 25 ans, David Cameron).

Certaines différences entre aujourd'hui et le début des années 1990 sont évidentes. Les crises se suivent, mais celle des liquidités et du crédit est sans commune mesure, par son ampleur et ses répercussions mondiales, avec la faillite de Lehman Brothers. Et il semble probable que la crise de la dette souveraine qui affecte actuellement les pays du sud de la zone euro restera dans l'histoire comme un événement plus

**Graphique 1 : indices du dollar américain pondérés des échanges commerciaux**



Source : Réserve Fédérale

capital que le retrait de la livre sterling du système monétaire européen. D'autres différences sont moins évidentes. Beaucoup des économies asiatiques qui, dans les années 1990, enregistraient des déficits de leur balance courante, connaissent aujourd'hui des excédents.

Quelles conséquences pour les devises ? En 1992, alors que le dollar américain cahotait au plus bas de sa fourchette de valorisation par rapport aux principales devises, Bill Clinton passait du statut d'outsider dans les primaires démocrates à celui de vainqueur de l'élection présidentielle, récoltant au passage le surnom de «*comeback kid*». Le graphique 1 montre combien le dollar américain s'est révélé être la «*comeback currency*» au cours de la décennie suivante. Aujourd'hui, des premiers signes laissent présager un nouveau retour en force. Le déficit de la balance courante américaine a reculé de 6 % à 3 %, ce qui laisse à penser que le dollar a déjà atteint le niveau nécessaire pour résorber les déséquilibres économiques mondiaux. Le déficit budgétaire s'est creusé, mais le montant des emprunts du gouvernement financés en interne a progressé plus encore – le gouvernement a donc moins besoin d'emprunter à l'étranger. Si le billet vert a pu amorcer une reprise décennale dans les circonstances peu propices qui prévalaient au début des années 1990, il pourrait peut-être prendre les sceptiques de court en 2012.

Les marchés des changes sous-évaluent peut-être les points forts du dollar, mais il se pourrait aussi qu'ils sous-estiment les problèmes qui attendent la zone euro – une région à l'économie moins souple que celle des Etats-Unis. A l'heure où nous rédigeons ces lignes, nous pensons qu'un taux de change de l'ordre de 1,35 USD pour un euro pourrait être un plafond raisonnable, tandis que le plancher pourrait se situer

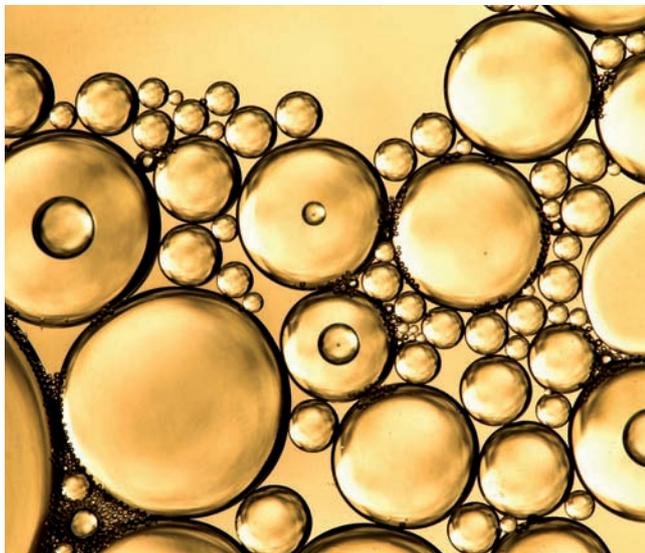
au niveau de 1,20 USD atteint brièvement en juin 2010. Cela correspondrait plus ou moins à la fourchette dans laquelle l'euro se négociait en 2004, 2005 et 2006.

Si nous anticipons à long terme une hausse du billet vert par rapport à la plupart des devises, nous faisons une exception pour les devises des économies exportatrices asiatiques. Selon nous, elles se renforceront sur les prochaines années, mais leur appréciation pourrait connaître un coup d'arrêt en 2012 si des revers dans l'économie internationale ralentissent la croissance du commerce mondial – un scénario que nous jugeons hautement probable (voir page 8).

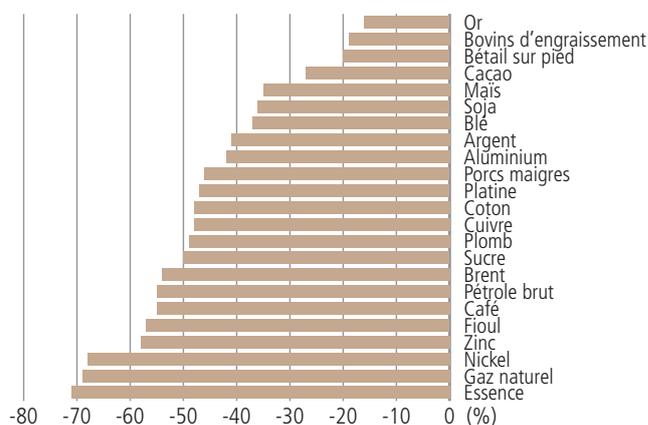
Sur la durée, les devises ont tendance à revenir à une valeur d'équilibre basée sur la parité de pouvoir d'achat. A cet égard, un repli brutal entre aujourd'hui et la fin de 2012 semble joué d'avance pour deux devises : le dollar australien et le franc suisse. L'Australie étant exportatrice de matières premières, notamment de minerai de fer, le dollar australien est considéré comme une devise liée aux matières premières; dès lors, selon nous, le catalyseur le plus probable d'une dépréciation serait une chute des cours des matières premières. Le franc suisse est perçu comme une monnaie refuge mais n'en a pas toujours les comportements – il s'est déprécié par rapport au billet vert lorsque les marchés d'actions se sont effondrés en octobre et novembre 2008, puis en août et septembre 2011. Il est difficile de dire si la valorisation basée sur la parité de pouvoir d'achat influencera la performance d'une devise pendant une année donnée – mais en ce qui concerne les principales devises en 2012, nous ne sommes guère enclins à parier contre cette tendance.

*Jonathan Davies, CFA, et Matthew Richards, CFA*

# Ralentissement en perspective



Graphique 1 : écart moyen entre le pic et le plus bas des cours des matières premières pendant les trois dernières récessions



Source : Bloomberg, Morgan Stanley Commodities Research

Le risque d'une croissance en berne, voire d'une récession, gquette les marchés des matières premières en 2012. L'intensification de la crise de la dette souveraine en Europe et la nécessité d'une consolidation budgétaire de part et d'autre de l'Atlantique, auxquelles s'ajoutent des difficultés internes en Chine, pèsent sur les perspectives de croissance. Les généreuses mesures de relance gouvernementales de ces dernières années – stratégie dite de «shock and awe» (choc et effroi) – sont à présent le problème, non la solution.

En examinant des épisodes de fort recul de la croissance, on constate que les grands indices de matières premières peuvent afficher des écarts proches de 50 %, souvent étendus sur plusieurs années. Toutes les matières premières ne sont pas logées à la même enseigne et la dispersion est grande en termes de performance relative (voir graphique 1).

Durant les trois dernières récessions, la meilleure performance a été celle de l'or, avec un recul moyen de 16 % seulement, suivie de celle des matières premières agricoles comme le blé et le maïs à 40 % environ. Le caractère défensif de l'or, ainsi que la moindre sensibilité de la demande agricole aux évolutions du revenu disponible, expliquent pour beaucoup leur meilleure performance relative. A l'autre extrême, les matières premières plus sensibles à l'économie, comme le pétrole et le nickel, ont enregistré des reculs moyens de l'ordre de 60 % à 70 %.

A l'heure où nous écrivons ces lignes, les cours des matières premières s'inscrivent en baisse, avec l'indice Dow Jones-UBS Commodity Index en recul de 16 % par rapport à son pic de 2011. La modeste correction des cours des matières premières constatée globalement jusqu'ici laisse présager un potentiel de baisse supplémentaire si nos pires craintes se concrétisent.

Chaque cycle a ses spécificités. En 2008 et 2009, la brutalité et la brièveté de la chute des cours des matières premières, puis la vigueur et l'ampleur du rebond, ont dépassé de loin les anticipations du marché. Cela reflétait l'extraordinaire effondrement de l'activité économique après la faillite de Lehman Brothers, suivi d'une relance politique sans précédent, notamment en Chine.

Un éventuel ralentissement en 2012 s'annonce plus modéré, sans cette rupture dans l'activité qui a marqué la fin de l'année 2008, mais avec une reprise moins solide. Cette fois-ci, les économies développées n'ont absolument pas la capacité d'abaisser leurs taux d'intérêt ni d'assouplir leur politique budgétaire dans la même mesure. Même la Chine, qui a davantage de marge de manœuvre tant au plan monétaire qu'au plan budgétaire, devrait réagir de façon plus mesurée compte tenu des retombées inflationnistes des mesures prises en 2008.

Du côté de l'offre, les tensions ne sont pas aussi fortes qu'en 2007. En 2011, sur les dix matières premières principales que mentionne le graphique 2, deux seulement (contre sept en 2007) présentent au niveau des stocks un écart-type négatif supérieur à un par rapport à la moyenne des deux dernières décennies. Les plus fortes baisses de stocks reviennent au cuivre et au maïs: une qualité moindre pour l'un, une météo peu propice pour l'autre, ont restreint l'offre alors que la demande restait solide. Ailleurs, les niveaux initiaux sont moins favorables aux cours.

On devrait assister aussi en 2012 à un changement dans l'évolution de la croissance structurelle chinoise. Si la phase de rattrapage de la Chine par rapport au monde développé est loin d'être à son terme, il est de plus en plus clair que

**Graphique 2 : des stocks normalisés, le plus souvent proches de leurs niveaux moyens**

	1989	1999	2007	2011
Cuivre	1,3	0,4	-1,3	-1,2
Aluminium	-1,1	0,7	-2,0	0,9
Nickel	0,2	-0,8	-0,4	0,0
Zinc	-1,7	-0,3	-2,0	1,5
Plomb	0,5	0,3	-2,0	1,7
Blé	-0,8	1,3	-1,8	0,0
Maïs	0,6	1,4	-1,1	-1,5
Soja	0,3	-0,3	0,4	0,7
Coton	-2,5	0,9	0,1	-0,2
Pétrole	1,2	1,0	-1,2	0,3

Ce tableau indique les écarts-types au-dessus (+) ou au-dessous (-) de la moyenne des deux dernières décennies.

Sources : Wood Mackenzie Brook Hunt, USDA et UBS Investment Bank

Le modèle actuel basé sur l'export et l'investissement doit changer, faute de quoi le pays tombera dans le «piège du revenu moyen». La démographie favorable qui a porté l'épargne et l'investissement chinois est en train de s'inverser, comme ce fut le cas au Japon (voir graphique 3). Un modèle de croissance privilégiant la consommation continuera

d'assurer une croissance relativement rapide, mais en légère décélération et moins dépendante des matières premières. En conclusion, les risques macroéconomiques pour 2012 laissent présager une année de baisse des cours des matières premières. Les moteurs structurels positifs du super-cycle de la dernière décennie sont toujours là, mais affaiblis. Un ralentissement cyclique de la croissance mondiale, voire une récession, montrera combien les économies développées manquent de choix politiques. L'énergie et les métaux, sensibles aux facteurs cycliques, présentent un potentiel de baisse par rapport à leurs niveaux actuels. Le cuivre est particulièrement concerné, dans la mesure où il se négocie à un prix proche du double des coûts marginaux; quant au marché du pétrole, il sera exposé à l'augmentation de l'offre libyenne. L'agriculture sera un peu plus résistante, car le coton et le blé ont déjà enregistré des baisses significatives par rapport aux pics récemment atteints. L'or a peu de chances de résister complètement à la tendance baissière générale, mais devrait bénéficier de tout nouvel assouplissement quantitatif. Ce sera un actif relativement défensif dans la catégorie des matières premières – une catégorie où, en 2012, les investisseurs devront se montrer prudents et faire preuve de réalisme dans leurs attentes.

Mark Rider

**Graphique 3 : une évolution parallèle pour les investissements et le taux de dépendance**



Sources : Banque mondiale, Nations Unies, CEIC et UBS Investment Bank

# Courir (sans se précipiter) après le *rendement*

La perception du marché peut changer très vite. Ainsi, les actifs liés à l'immobilier ont été montrés du doigt comme déclencheurs de la crise financière. L'inquiétude largement partagée en 2008 et 2009 a poussé les investisseurs à se désengager des actifs risqués, y compris l'immobilier. Mais on n'a pas tardé à découvrir que la fuite vers la sécurité ne payait pas dans un contexte de ralentissement de la croissance et de baisse des taux d'intérêt. Ces taux obstinément bas ont posé aux investisseurs un problème: comment générer du rendement ? En réponse, beaucoup sont revenus vers les stratégies immobilières classiques, plus vite que ne l'attendaient bien des observateurs du marché, afin de profiter de la rentabilité du secteur.

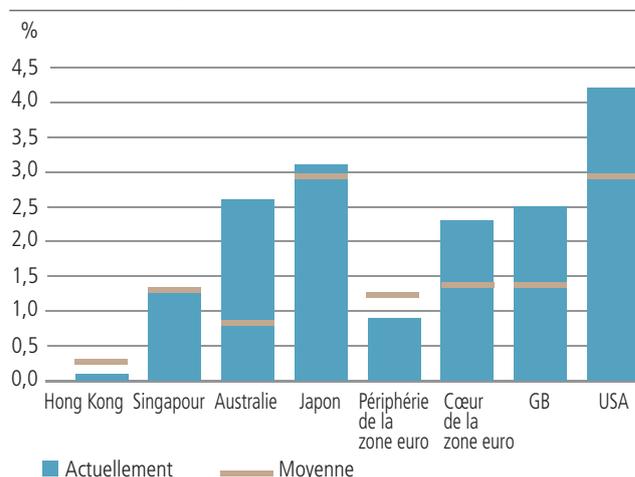
Cette quête du rendement met en lumière la relativité des primes de risque parmi les nombreux types d'actifs immobiliers. L'immobilier est un hybride entre, d'une part, des flux de revenus de type obligataire issus de revenus locatifs et, d'autre part, des plus-values assimilables à celles des actions issues de l'appréciation du capital. Les stratégies immobilières classiques, par définition, supposent un faible endettement et des locataires stables, ce qui réduit les risques et génère du revenu distribuable. Si les stratégies immobilières traditionnelles mettent l'accent sur le rendement, les stratégies opportunistes privilégient la croissance du capital et les stratégies axées sur la valeur ajoutée sont un compromis entre les deux précédentes.

Investir parce qu'un actif répond à des exigences de rendement, ce n'est pas comme investir parce qu'on pense que le rapport risque/rendement est valorisé de manière attrayante. Les investisseurs ont généralement choisi d'investir dans des stratégies immobilières classiques en raison de la relative stabilité et prévisibilité des flux de revenus. Les stratégies axées sur la valeur ajoutée sont restées en retrait dès lors que la stagnation économique leur suggérait la prudence. A l'opposé de la fourchette des risques par rapport aux stratégies traditionnelles, les stratégies opportunistes ont fait l'objet d'un intérêt modéré de la part des investisseurs. Elles ont séduit principalement ceux qui avaient la forte propension au risque nécessaire pour investir dans des *pools* d'actifs en difficulté ou dans des stratégies axées sur la croissance des marchés émergents.

Dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas, l'immobilier a bénéficié de l'évaluation relative. Le niveau global de l'appétit au risque pour le secteur – son «*spread*», ou excédent de rendement par rapport au «taux sans risque» des emprunts d'Etat notés AAA – laisse à penser que les écarts de rendement comptent davantage que le niveau

absolu des rendements. Le graphique 1 montre que les rendements immobiliers se situent dans une fourchette de prime de 2 % à 4 % par rapport aux obligations à dix ans et au-dessus des moyennes historiques, ce qui indique qu'ils restent attrayants. Les écarts de rendement sont nettement supérieurs à la moyenne dans le noyau dur de l'Europe, au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en Australie. A noter que les prix de l'immobilier dans les grandes villes internationales – centre de Londres et Manhattan par exemple – se sont redressés plus rapidement que la moyenne des pays concernés et que, dès lors, les écarts y sont moins importants qu'indiqué et plus proches des moyennes historiques.

**Graphique 1 : écart de rendement actuel de l'immobilier par rapport aux obligations**

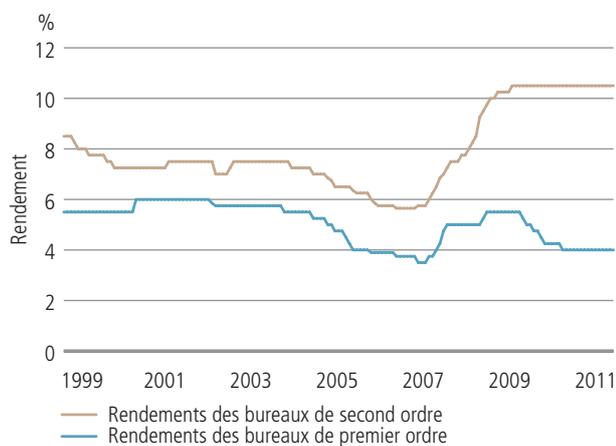


Sources : IPD, NCREIF, DTZ, Datastream, estimations UBS. Les écarts moyens varient de 7 à 20 ans selon les marchés.

Toute évaluation des perspectives immobilières globales dépend dans une large mesure des choix que feront les investisseurs dans leur «course au rendement». En termes absolus, les rendements des actifs de base générant des revenus long-terme sont inférieurs aux moyennes à long terme, ce qui fait paraître ce segment moins attrayant (c'est-à-dire plus onéreux). Toutefois, ceci est prévisible en période d'incertitude accrue quant à l'économie mondiale. L'écart de rendement existant entre les investissements classiques et ceux axés sur la valeur ajoutée est large (voir graphique 2), laissant à penser que les investisseurs qui augmentent leur exposition aux actifs secondaires sont une fois de plus récompensés.

Par le passé, c'est à ce moment qu'un décalage graduel s'opère, les investisseurs ciblant de plus en plus des stratégies non classiques dans leur course au rendement supplémentaire. Mais selon nous, 2012 ne suivra pas ce schéma. Le déplacement sur

**Graphique 2 : rendements locatifs de l'immobilier de bureau au Royaume-Uni**



Source : CBRE

l'échelle des risques implique les investisseurs qui achètent des actifs plus faibles et reconsidèrent les produits structurés comme les «*commercial mortgage-backed securities, CMBS*». Les signes avant-coureurs d'un désengagement massif de l'immobilier locatif ont été limités et les investisseurs restent prudents face aux structures de capital compliquées. On constate à l'évidence un redémarrage des opportunités d'emprunt et des CMBS, mais les garanties présentent des caractéristiques plus proches de l'immobilier locatif que celles affichées historiquement.

Le retour des afflux de fonds vers le secteur immobilier et l'accroissement des volumes fournissent finalement assez de données pour que les prêteurs puissent jauger précisément la valeur de leurs actifs. Dès lors, nous anticipons une offre accrue d'actifs sur le marché, au fur et à mesure que les banques et autres prêteurs décideront de profiter de la réouverture d'une fenêtre de liquidité pour céder ou restructurer leurs actifs. Cet afflux ne devrait pas s'accompagner d'un déluge d'actifs phares, répondant ainsi à la demande des investisseurs qui recherchent des opportunités intéressantes sans prise de risque excessive. En 2012, les investisseurs inconstants risquent de se montrer impatients, prêts à effectuer des placements dont les hypothèses sous-jacentes pourront s'avérer peu fiables. Ils s'exposent dès lors davantage, dans la mesure où leur désir de se positionner à court terme dans cette catégorie d'actifs les poussera vers le haut de la fourchette des risques.

Imputables aux investisseurs en quête de rendement, les afflux de capitaux vers l'immobilier ont favorisé une



appréciation des valeurs immobilières traditionnelles plus rapide que la remontée graduelle des fondamentaux. A défaut d'une forte reprise de l'emploi à l'échelon international, la demande générale d'immobilier commercial locatif progresse à un rythme moins soutenu que lors des cycles précédents. Du côté de l'offre, la crise du crédit a mis un coup d'arrêt aux projets des promoteurs, de sorte que les taux de vacance sont plus faibles que précédemment sur de nombreux marchés. Les perspectives sont en moyenne plus positives pour les marchés émergents, car certaines régions et certains types de biens ont dépassé la phase de reprise initiale et sont bien engagés dans la phase de croissance du cycle: c'est là que les investisseurs qui ciblent les stratégies opportunistes ont largement concentré leurs énergies.

Pour conclure, en 2012, l'investissement immobilier traditionnel devrait rester très prisé des investisseurs peu enclins à pousser trop loin la course aux rendements. A la différence du passé récent, nous n'anticipons pas un déplacement significatif des flux de fonds des stratégies immobilières classiques vers des stratégies plus risquées, malgré le creusement des écarts. Dans un contexte de taux bas, les placements stables et générateurs de revenus ont la faveur des investisseurs. Compte tenu des risques existants, il n'y a guère de consensus sur une prime de risque appropriée pour les actifs non stabilisés. En l'absence d'une reprise économique forte et généralisée, le risque immobilier semble ainsi pris en compte de manière rationnelle.

*Elisabeth Troni*

# Croissance des *géants*

La croissance rapide des actifs gérés par des banques centrales et des fonds souverains, amorcée il y a dix ans, est appelée à reprendre après une pause durant la récession mondiale. Dans les années à venir, nous prévoyons un taux de croissance des actifs financiers souverains de l'ordre de 17 % par an, ce taux reflétant les excédents importants et persistants de la balance courante dans les pays exportateurs de matières premières ainsi que les pays exportateurs asiatiques. Un autre moteur de cette croissance réside dans les afflux constants de capitaux vers les marchés émergents, en particulier l'Asie et l'Amérique latine, mais aussi vers certaines économies développées comme la Suisse, au fur et à mesure que les investisseurs réduisent leur exposition aux crises budgétaires aux Etats-Unis et dans la zone euro. Les banques centrales stérilisant leur impact sur la masse monétaire de leurs pays respectifs, il en résulte une hausse des réserves de change. Celle-ci se traduit par un volume croissant d'actifs gérés par des véhicules d'investissement séparés, contrôlés par l'Etat, puisque les pays optimisent la gestion des actifs en transférant une part accrue à des fonds souverains. Nonobstant l'augmentation des actifs gérés par des fonds établis comme l'Abu Dhabi Investment Authority (photo), le tableau 1 dresse la liste des pays qui envisagent de constituer des fonds souverains ou sont en train de le faire. En conséquence, nous prévoyons que les actifs gérés par des fonds souverains devraient plus que doubler d'ici 2015 pour dépasser les 9 trilliards d'USD.

**Tableau 1 : pays envisageant de constituer un fonds souverain**

Pays	Source	Objectifs
Australie	Matières premières	Epargne
Bangladesh	Réserves de change	Diversification des réserves
Japon	Réserves de change	Diversification des réserves / infrastructures
Malaisie	Réserves de change	Diversification des réserves
Taïwan	Actifs de l'Etat	Epargne
Philippines	Réserves de change	Epargne / infrastructures
Inde	Réserves de change	Energie / infrastructures
Thaïlande	Réserves de change	Diversification des réserves
Mongolie	Matières premières	Stabilisation
Ile Maurice	Réserves de change	Epargne
Papouasie - Nouvelle-Guinée	Matières premières	Epargne / diversification
Israël	Matières premières	Epargne
Liban	Matières premières	Diversification des réserves / stabilisation
Ghana	Matières premières	Stabilisation
Nigeria	Matières premières	Stabilisation / épargne
Pérou	Matières premières	Epargne / développement

Source : UBS Global Asset Management

Les fonds souverains constituent un groupe hétérogène, dont les mandats en termes de politique de placement, de styles d'investissement et de propension au risque sont variables. Pour les sociétés dites d'investissement des réserves, comme la *Hong Kong Monetary Authority*, ou encore pour les fonds de stabilisation comme le Russian National Reserve Fund, l'objectif clé est la préservation du capital. Leur horizon de placement est relativement réduit – trois ans au plus – et leur propension au risque faible. Ces fonds investissent principalement dans des titres à revenu fixe, notamment des emprunts d'Etat et des obligations d'entreprise investment grade à durée courte, ainsi que dans des actions cotées. A l'inverse, les fonds d'épargne comme l'*Abu Dhabi Investment Authority* et les sociétés holding comme le fonds Temasek à Singapour ont pour mandat la maximisation du rendement. Leur horizon de placement va de dix ans à l'infini et leur propension au risque est moyenne à élevée. Dès lors, ces structures investissent dans des catégories d'actifs très diverses, notamment les fonds de capital-investissement (*private equity*), l'immobilier et les fonds spéculatifs (*hedge funds*), sans oublier les investissements directs sous forme de prises de participations stratégiques dans des sociétés cotées ou non cotées.

Malgré leur diversité, les fonds souverains ont en commun une caractéristique importante: ils diversifient les réserves de change par pays, par catégories d'actifs et par devises, dans la mesure où leur mandat est de doper le rendement de la fortune souveraine accumulée. Les réserves de change sont surtout utilisées par les banques centrales à des fins de transaction et de prévention, de sorte qu'elles sont largement investies dans des catégories d'actifs sûres (notamment des emprunts d'Etat bien notés) et dans les devises les plus liquides comme le dollar américain, l'euro, le yen et la livre sterling. Mais lorsqu'elles passent des livres des banques centrales à ceux de fonds souverains, leur allocation par régions, catégories d'actifs et devises change du tout au tout. Par exemple, en mars 2011, le fonds GIC de Singapour a alloué 49 % de la totalité de son portefeuille aux actions, 26 % aux titres alternatifs et seulement 22 % aux titres à revenu fixe. L'exposition aux Etats-Unis, à l'Europe et au Japon avoisinait les 60 %, celle aux marchés émergents dépassait 35 % du portefeuille. L'allocation stratégique de l'*Abu Dhabi Investment Authority* est similaire, la part la plus importante revenant aux actions, aux placements alternatifs et aux marchés émergents. L'exposition de ce fonds au dollar américain, autour de 40 %, est bien inférieure à celle de la banque centrale des Emirats Arabes Unis, reflétant l'ancrage de la devise nationale au dollar américain.

La diversification de la richesse souveraine via des fonds souverains restreint le rôle du dollar américain, de l'euro, du yen et de la livre sterling, les devises historiquement dominantes en matière de gestion des réserves. Cette

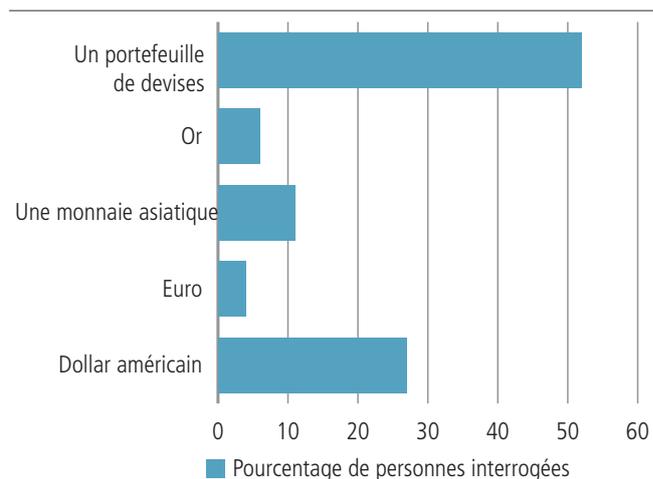


diversification a démarré il y a quatre ans, avec la crise financière. Selon nous, les inquiétudes croissantes quant à la hausse des niveaux d'endettement dans la plupart des économies développées devraient accélérer le processus en 2012.

Les «nouvelles devises de réserve» sont actuellement celles des pays exportateurs de matières premières comme le dollar canadien et le dollar australien, celles des pays nordiques comme la couronne suédoise et la couronne danoise, et celles des pays asiatiques exportateurs comme le dollar de Singapour. A l'avenir, le yuan est également appelé à jouer un rôle croissant: la Chine accélère en effet le processus d'internalisation de sa monnaie, ce qui se manifeste d'ores et déjà dans le rapide développement du marché *offshore* du yuan.

Compte tenu de la diversification en cours dans la gestion des réserves, nous n'avons pas été surpris par les résultats de la dernière enquête auprès des gestionnaires de réserves, effectuée par UBS lors du 17<sup>e</sup> *Annual Reserve Management Seminar for Sovereign Institutions* à Wolfsberg. Pour la première fois en quinze ans, la majorité des personnes interrogées pensent qu'au cours des vingt prochaines années, le dollar américain perdra sa position dominante au profit d'un portefeuille de devises (voir graphique 2). En 2012, le comportement des banques centrales et des fonds souverains en matière d'investissement restera un sujet majeur sur les marchés financiers internationaux.

**Graphique 2 : selon vous, quelle sera la principale monnaie de réserve au monde dans 25 ans ?**



Source : enquête UBS auprès des gestionnaires de réserves, juin 2011

*Dr. Massimiliano Castelli*



## Rester *actif*

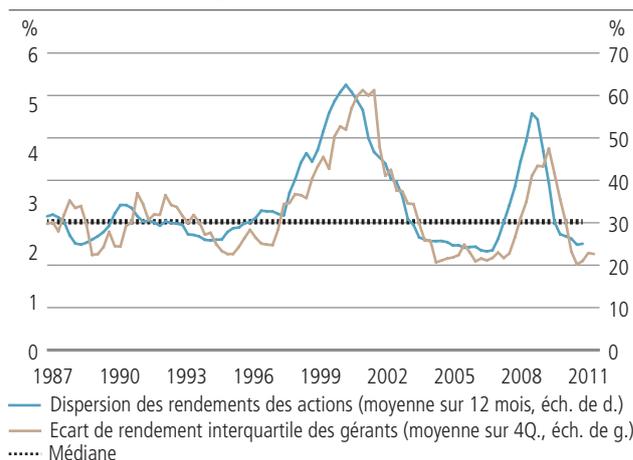
L'investissement passif, ce n'est pas un secret, a gagné en popularité ces dernières années, mais nous ne conseillons pas aux investisseurs de renoncer à la gestion active en 2012. Les questions à se poser sont : où et quand opter pour une gestion active ou passive. Nous examinons ici dans quel environnement se feront les sélections de titres en 2012, en prenant comme exemple les actions d'entreprises américaines à forte capitalisations boursière.

Les gérants de portefeuille actifs sont sélectionnés pour prendre des positions différentes du marché dans le but de générer de la valeur ajoutée en exploitant les inefficiences. Un gérant peut avoir une performance qui s'écarte de celle d'un indice de référence en effectuant des placements différents, mais les écarts de performance qui sont réalisés par ces gérants varient dans le temps. Les gérants opérant dans un environnement où les titres dégagent des rendements similaires n'auront guère d'opportunités de se distinguer du marché ou de leurs pairs en termes de performances. Dès lors, la dispersion des rendements est un indicateur de base des opportunités existantes; cet indicateur est lié au concept de diversité qui, associé à la compétence, permet à un gérant de générer de la valeur.

Une étude de Silva, Saprà et Thorley datant de 2001 démontre qu'une large dispersion de la performance des titres coïncide avec une variation accrue de la performance des fonds d'investissement. Les auteurs concluent que les évolutions des plages de performance de ces fonds tiennent davantage à des évolutions du potentiel de surperformance disponible (l'«alpha disponible») qu'à de brusques changements dans les talents des gérants. Le graphique 1

présente la relation entre la dispersion des rendements des titres et les écarts de performance des gérants. Notez les niveaux extrêmes de dispersion à l'époque de la bulle technologique, en 2000, puis les niveaux relativement bas qui ont suivi jusqu'en 2008.

**Graphique 1 : dispersion des rendements des titres et écarts de performance des gérants**



Sources : Citigroup, Evestment Alliance, UBS Global Asset Management

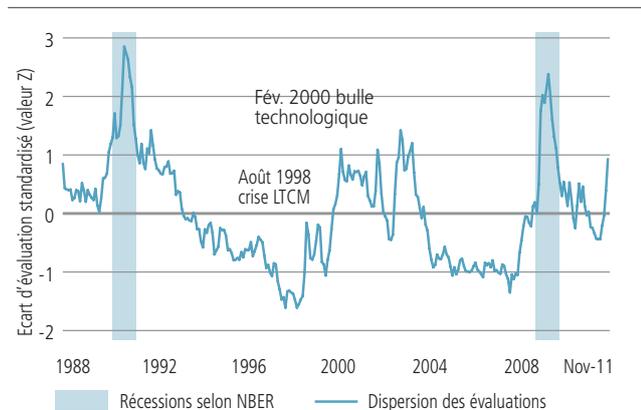
Quand la dispersion est réduite, les rendements des gérants actifs ont tendance à rester proches de la moyenne, car l'éventail des opportunités ou l'alpha disponible est limité : les gérants actifs ont du mal à se distinguer de leurs pairs. La majeure partie de 2011 a affiché une faible dispersion des rendements, et donc un faible différentiel de performance entre les gérants du quartile supérieur et ceux

du quartile inférieur. Mais même à ce stade, on a constaté un écart de performance trimestrielle de 2 % entre les gérants du 25<sup>e</sup> pourcentile et ceux du 75<sup>e</sup> pourcentile. Le choix du gérant peut donc largement influencer la performance du portefeuille. Avec le regain de volatilité enregistré en août 2011, les niveaux de dispersion se sont rapprochés de la médiane à long terme. Nous pensons que les stratégies à risque actif accru ont de meilleures chances de surperformer leurs pairs et l'indice de référence, surtout dans un contexte de faible dispersion.

Il existe une corrélation positive entre la dispersion des rendements d'actions et leur volatilité. Les niveaux moyens de corrélation entre les titres ont évolué à la hausse au cours de la dernière décennie, sans doute poussés par la mondialisation et la popularité croissante de l'investissement passif. Les évolutions mensuelles des niveaux de corrélation sont elles-mêmes liées de manière significative aux évolutions de la volatilité moyenne des titres sur le marché : les chocs sur les corrélations coïncident souvent avec de fortes fluctuations de la volatilité, comme nous l'avons constaté durant la crise de crédit et dans son sillage.

Lorsque les corrélations s'envolent, les fondamentaux passent au second plan, car les titres s'achètent ou se vendent sans distinction. Les écarts de valorisation sont un bon indicateur des effets de cette interaction : ils permettent de mesurer la dispersion des valorisations relatives des titres et indiquent dans quelle mesure les moins chers de ces titres sont meilleur marché que la moyenne (ou que les plus chers) à un moment donné. Le graphique 2 montre combien les écarts de valorisation ont été stables et proches de la moyenne, mais aussi combien ils se sont creusés en période de turbulence du marché, créant des opportunités pour les gérants actifs.

**Graphique 2 : écarts de valorisation en Amérique du Nord (janv. 1988 - nov. 2011)**

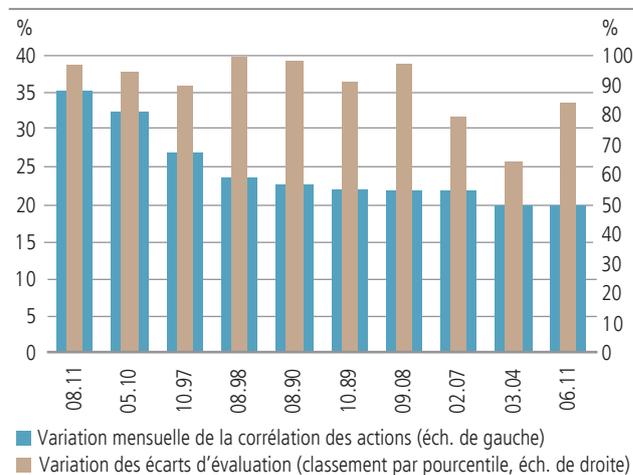


Sources : Bernstein Research, UBS Global Asset Management

Le graphique 3 montre l'évolution des écarts de valorisation pendant les dix plus forts chocs sur les corrélations depuis 1988. Pour sept de ces chocs, l'évolution correspondante des écarts de valorisation s'est située dans le décile supérieur sur la même période. En d'autres termes, les périodes de plus fortes

turbulences sur le marché tendent à offrir les meilleures opportunités aux gérants actifs.

**Graphique 3 : les dix chocs majeurs sur les corrélations, indice Russell 1000 (1988 - oct. 2011)**



Sources : Bernstein Research, Citigroup, UBS Global Asset Management

Alors que la dispersion des rendements est rétrospective, l'analyse des écarts d'évaluation est plus prospective par nature. Lorsque ces écarts sont importants sur les marchés, la marge de manœuvre s'accroît pour les gérants actifs qui privilégient les évaluations et les fondamentaux des entreprises dans leur processus d'investissement, afin d'accroître leurs rendements pour les périodes ultérieures où les écarts retrouveront des niveaux plus normaux et où les disparités se réduiront.

Pour faire au mieux étant donné les contraintes en matière de risque et de budget, il convient d'examiner à la loupe la situation actuelle et attendue sur le marché, car les opportunités qui s'offrent aux gérants actifs changent notablement au fil du temps. C'est en particulier à la lumière de cette analyse que l'on décidera dans quelle mesure recourir à la gestion active, et pour quels marchés.

L'investissement passif n'a pas dit son dernier mot et a clairement contribué à pousser les niveaux de corrélation à la hausse. Si ces niveaux accrus peuvent être considérés comme peu propices à la gestion active, les chocs sur les corrélations entraînent des perturbations dans la mesure où les cours s'écartent des fondamentaux. Au vu des écarts de valorisation actuels, le potentiel de surperformance semble bon pour les gérants qui privilégient les fondamentaux et sont capables de tolérer des fluctuations à court terme jusqu'à ce que les disparités se réduisent. Au final, nous pensons que les gérants qui prennent davantage de risques actifs ont plus de chance de réussite que les gestionnaires passifs «*closet indexers*», et que le choix du gérant demeure très important pour tirer son épingle du jeu.

Fred Lee, CFA, FRM et Cara Olsen, CFA

## La *crise du crédit* en 2012

La crise du crédit financier qui a balayé l'économie mondiale en 2008 est, à bien des égards, toujours là. Le processus de désendettement est en cours. Les conséquences se font toujours sentir sur les finances publiques. L'héritage reste à assumer en 2012 et au-delà. Mais ce n'est pas nécessairement le problème majeur pour le monde durant l'année à venir. Le vrai défi est de réussir à gérer la deuxième crise du crédit, qui menace la prospérité: le monde en 2012 sera de plus en plus confronté aux effets naissants d'une crise du crédit écologique.

Qu'est-ce que le crédit ? C'est simplement la possibilité d'utiliser le niveau de vie potentiel de demain pour améliorer celui d'aujourd'hui. Si un consommateur achète un téléviseur à l'aide d'une carte de crédit, il améliore son niveau de vie aujourd'hui mais accepte de sacrifier demain une partie de son revenu (et donc sa capacité d'améliorer son niveau de vie) puisqu'il devra payer sa facture de carte de crédit. Il s'agit là de crédit financier. Toutefois, le concept de crédit s'applique aussi très bien dans le domaine écologique. Si un consommateur utilise un baril de pétrole pour chauffer sa maison, il améliore son niveau de vie aujourd'hui mais s'interdit de brûler demain ce baril de pétrole (et donc de chauffer sa maison ou d'améliorer son niveau de vie à l'avenir). Si quelqu'un, quelque part, décide d'abattre une forêt adulte au profit d'une matière première agricole comme l'huile de palme, il peut en tirer un bénéfice économique immédiat. Mais les multiples services écologiques que rendait la forêt, comme la séquestration du dioxyde de carbone, le filtrage de l'eau ou la préservation de la biodiversité, sont perdus pour les générations futures.

Le «jour du dépassement global» (*Earth Overshoot Day*) permet d'éclairer le concept de crédit écologique: c'est le jour à partir duquel, chaque année, la consommation humaine de services écologiques excède les ressources renouvelables. Dès lors et jusqu'à la fin de l'année, la Terre est surexploitée, les ressources ne se renouvellent plus suffisamment. Mauvaise nouvelle : en 2010, le «jour du dépassement» est tombé le 21 août. Ce jour-là, les schémas de consommation existants

avaient épuisé la production de ressources renouvelables par la Terre, les êtres humains ont donc vécu à crédit (écologique) jusqu'à la fin de l'année, soit pendant 132 jours. «Bonne» nouvelle: en 2011, le «jour de dépassement» est tombé le 27 septembre. Qu'est-ce que cela signifie ? Des calculs préliminaires de la New Economics Foundation indiquent qu'en 2011, les êtres humains ont vécu un peu moins au-dessus de leurs moyens écologiques. Mais jusqu'au 31 décembre, ils ont continué à creuser le déficit. Il faut faire bien davantage de progrès pour effacer la dette écologique accumulée par le passé. Si l'on considère l'ampleur que devrait prendre le désendettement écologique pour «rembourser» l'environnement, le léger décalage du «jour de dépassement» en 2011, fruit d'un modeste serrage de ceinture, n'a guère d'incidence. Et de fait, les êtres humains continuent de vivre au-dessus de leurs moyens écologiques pendant 95 jours sur 365. Clairement, la bonne nouvelle est donc toute relative. Le problème structurel demeure très présent et la question clé pour 2012 est de savoir si nous pourrions amorcer une réduction structurelle de notre dette environnementale.

Une crise du crédit survient lorsqu'il devient notablement plus difficile, voire impossible, de continuer à emprunter sur l'avenir. La crise du crédit financier a déjà fait des dégâts. Il est trop tôt pour savoir si elle est à l'origine du modeste serrage de ceinture en 2011. Au vu des efforts actuels et prévus dans les domaines des émissions de gaz à effet de serre, de la biodiversité, de l'exploitation forestière et de l'eau, au vu aussi des impératifs économiques synonymes de frugalité tels que l'efficacité énergétique et la réduction des déchets, 2012 pourrait être une année clé où nous devrions voir s'accumuler les mesures visant à repousser la crise du crédit écologique qui attend l'humanité. A ce jour, force est pourtant de constater que les perspectives sont mitigées : à l'heure où nous rédigeons ces lignes, pour ne citer qu'un exemple, le gouvernement britannique envisage de relever les limitations de vitesse sur autoroute au Royaume-Uni, contrairement à ce qu'exigerait une gestion efficace des carburants fossiles.

Dans le monde actuel, le crédit écologique assure environ un tiers de l'activité économique. En d'autres termes, environ, un tiers de l'activité économique dépend entièrement de la consommation de ressources non renouvelables. Ces ressources se réduisant, la crise du crédit écologique réduira la croissance économique.

La crise du crédit écologique s'est développée relativement lentement mais ses effets se manifestent d'ores et déjà, avec de sérieuses conséquences. L'impact de la hausse des prix des produits alimentaires s'est traduit par des entraves commerciales, comme l'interdiction des exportations de produits alimentaires de l'Ukraine. Cette inflation a également contribué à déclencher les récents soulèvements au Moyen-Orient. Dans le sillage du tremblement de terre de 2011, l'économie japonaise a dû affronter les conséquences d'une crise du crédit écologique dans le domaine de l'énergie. Quant à la Chine, des litiges sur l'eau l'opposent à tous ses voisins, car elle est confrontée à une crise du crédit extrême dans le domaine agricole.

Tout comme la crise du crédit financier a suscité des changements de comportement économique, la crise du crédit écologique nécessitera de faire évoluer nos modes de conduite. Les économies, en particulier sur les marchés émergents, devront apprendre à faire plus – ou autant – avec moins. L'innovation et l'investissement sont des éléments essentiels de ce processus, or l'investissement est sous tension en raison des conséquences de la crise du crédit financier. Cela pourrait inciter les économies à se lancer dans une guerre mondiale pour les capitaux, en instaurant des contrôles formels des capitaux ou des restrictions moins formelles, alors que le monde se bat pour conserver un niveau de vie financé par une source de crédit qui n'est plus si facilement disponible.

*Paul Donovan et Julie Hudson, CFA*

Pour de plus amples développements sur ce sujet, nous vous invitons à lire «*From Red to Green?*», un ouvrage publié par les auteurs de cet article en 2011.



# A propos des *auteurs*

**Curt Custard**, CFA, est responsable de Global Investment Solutions et préside le Cyclical Market Forum chez UBS Global Asset Management. Auparavant, il a été responsable mondial des Multi-Asset Solutions chez Schroders. Ses fonctions précédentes incluent les postes de Chief Investment Officer de l'activité Multi-Asset and Balanced chez Allianz Global Investors et de responsable de Global Fixed Income chez Dresdner RCM.

**Lord Brittan of Spennithorne** est Vice Chairman d'UBS Investment Bank. Après avoir exercé la profession d'avocat, il a été ministre sous Margaret Thatcher, vice-président de la Commission européenne et Commissaire à la concurrence, au commerce et aux relations extérieures, ainsi que conseiller auprès de David Cameron en matière de commerce.

**Joshua McCallum** est économiste senior au sein de l'équipe Fixed Income chez UBS Global Asset Management. Avant de rejoindre UBS en 2005, il était haut-fonctionnaire au Royaume-Uni, assumant, entre autres responsabilités, la direction du service de l'économie internationale au Trésor de Sa Majesté.

**Andreas Köster**, CFA, est responsable de l'allocation d'actifs et des devises au sein de l'équipe Global Investment Solutions chez UBS Global Asset Management. Auparavant, il était responsable de Multi-Asset Solutions pour les Etats-Unis et l'Europe chez Schroders. Il a également travaillé dans la gestion de portefeuille et l'allocation d'actifs chez AXA Investment Management et Commerzbank Asset Management, et à la division Banque d'investissement de la Société Générale.

**Matthew Richards**, CFA, est stratège au sein de l'équipe Global Investment Solutions chez UBS Global Asset Management. Il a été professeur invité auprès du Levy Economics Institute de New York, a également été journaliste au Financial Times, et a assumé des fonctions de recherche et de vente chez AllianceBernstein et UBS Investment Bank.

**Jonathan Davies**, CFA, est responsable de l'allocation des devises et gestionnaire de portefeuille au sein de l'équipe Global Investment Solutions chez UBS Global Asset Management. Auparavant, il a été régulateur financier, économiste à l'Institute of Fiscal Studies et analyste obligataire pour UBS Investment Bank à Londres et Zurich.

**Mark Rider** est responsable de la stratégie d'investissement en Australie de l'équipe Global Investment Solutions chez UBS Global Asset Management. Il a également été responsable de l'activité économique et des prévisions à la Reserve Bank of Australia, économiste en chef pour l'Australie auprès d'UBS Investment Bank, et stratège actions chez UBS Global Asset Management.

**Elisabeth Troni** est spécialisée dans la stratégie immobilière mondiale chez UBS Global Asset Management. Elle a travaillé auparavant en tant que responsable de la recherche au bureau de New York City de Newmark/Knight Frank, a été analyste en investissements senior chez Cushman & Wakefield à Londres et a assumé la responsabilité de la stratégie de portefeuille dans la branche des investissements immobiliers directs du Kuwait Investment Office.

**Massimiliano Castelli**, PhD, est responsable de la stratégie mondiale pour les titres souverains chez UBS Global Asset Management. Il a précédemment été maître de conférences en économie politique à l'université de Rome, consultant en management à Londres, et responsable d'Europe, Moyen-Orient et Afrique au département des affaires gouvernementales du groupe UBS.

**Fred Lee**, CFA, FRM, gère le groupe de recherche et d'analyse quantitative de l'équipe Global Investment Solutions chez UBS Global Asset Management. Avant de rejoindre UBS Global Asset Management en tant qu'analyste du risque, il a travaillé comme consultant chez MSCI Barra.

**Cara Olsen**, CFA, est analyste affectée à la sélection et l'étude des gérants au sein de l'équipe Global Investment Solutions chez UBS Global Asset Management. Avant de rejoindre UBS, elle a dirigé l'équipe manager research chez Investment Solutions et a travaillé en tant que gestionnaire de portefeuille chez HSBC Multimanager.

**Paul Donovan** est économiste mondial senior chez UBS Investment Bank et membre honoraire du St Anne's College de l'université d'Oxford. Il est entré au département de recherche obligataire d'UBS Investment Bank en 1992, avant de rejoindre l'équipe économique en 1995.

**Julie Hudson**, CFA, dirige l'équipe des investissements socialement responsables au sein du département de recherche actions d'UBS Investment Bank. Elle est également chercheur invitée de la Smith School of Enterprise and the Environment à l'université d'Oxford. Ses principales fonctions au sein du département ont été les postes de responsable de la recherche sur mesure, d'expert en stratégie sectorielle mondiale et d'analyste de fonds asiatiques.



Les opinions exprimées datent de novembre 2011 et donnent une idée générale de la position d'UBS Global Asset Management. Le présent document ne remplace pas la documentation propre aux portefeuilles ou aux fonds. Le commentaire porte sur l'économie ou la stratégie et ne se réfère aucunement à des fonds de placement enregistrés ou autres.

Ce document est réservé aux clients et aux partenaires d'UBS Global Asset Management. Toute utilisation ou distribution par une autre personne est interdite. Toute reproduction, même partielle, de cette publication sans le consentement écrit d'UBS Global Asset Management est interdite. Si le contenu du présent document a fait l'objet de vérifications rigoureuses, nous déclinons cependant toute responsabilité en cas d'erreurs ou d'omissions. Veuillez noter que la performance passée n'est pas un indicateur des résultats futurs. Le potentiel de gain n'exclut pas la possibilité de pertes. La valeur des investissements et le revenu qui en découle peuvent tant baisser qu'augmenter et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas le capital investi au départ. Le présent document est une communication marketing. Toutes les opinions exprimées au sujet des marchés ou des placements ne constituent pas une analyse de placement. Le présent document n'a pas été rédigé conformément aux exigences légales visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière et n'est sujet à aucune interdiction de négoce avant la diffusion de ladite analyse.

Les informations figurant dans ce document ne constituent ni une offre, ni une recommandation d'achat ou de vente de tout titre ou fonds particulier. Les informations et les opinions figurant dans ce document reposent sur des sources dignes de foi et estimées fiables. Ces informations ou opinions peuvent changer à tout moment, sans notification préalable. Un certain nombre de commentaires dans ce document s'appuient sur les attentes actuelles et sont considérés comme des déclarations prospectives. Toutefois, les résultats futurs peuvent diverger des attentes. Les opinions exprimées reflètent le meilleur jugement possible d'UBS Global Asset Management au moment de la rédaction du document. L'auteur n'est pas tenu de mettre à jour ou de modifier les déclarations prospectives ici contenues du fait d'informations nouvelles, d'événements ou autres facteurs. En outre, ces opinions ne sauraient en rien préjuger de l'évolution future ou garantir les résultats futurs d'un titre, d'une catégorie d'actifs ou des marchés en général. Elles ne garantissent pas non plus la performance future d'un compte, portefeuille ou fonds UBS Global Asset Management.

Les services afférents aux stratégies évoquées dans ce document sont fournis aux clients américains par UBS Global Asset Management (Americas) Inc., qui est enregistrée en tant que conseiller en placement auprès de la Securities and Exchange Commission américaine en vertu de l'Investment Advisers Act de 1940.

© UBS 2012. Le symbole des clés et UBS font partie des marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.

[www.ubs.com](http://www.ubs.com)

