

# UBS global outlook

---

Wealth Management Research

Septembre 2010



## En quête de rendement dans un monde plein de défis Quatrième trimestre 2010

---

*Modéré et cahoteux – le nouveau rythme de la croissance*

*Une Europe à deux vitesses*

*En quête de rendement*

*Marchés pionniers – un horizon lointain*

*Sortez des sentiers battus*

# Sommaire

## **UBS global outlook 4<sup>e</sup> trimestre 2010**

Ce rapport a été rédigé par UBS SA. Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Les cours de marché mentionnés correspondent aux cours de clôture sur les marchés de cotation respectifs. Cette remarque vaut pour tous les graphiques et tableaux de performance figurant dans cette publication.

### **Economiste en chef et Global Head Wealth Management Research**

Dr. Andreas Höfert

### **Head Investment Strategy**

Mark Andersen

### **Publication**

UBS SA, Wealth Management Research,  
Case postale, CH-8098 Zurich

### **Editeur en chef**

Mark Andersen

E-mail: [mark.andersen@ubs.com](mailto:mark.andersen@ubs.com)

### **Rédaction**

Arnaud Perrin

### **Clôture de la rédaction**

8 septembre 2010

### **Gestion de projet**

Valérie Iserland

### **Mise en page**

Werner Kuonen, Margrit Oppliger,  
Linda Sutter

### **Traduction**

24 Translate, St-Gall, Suisse

### **Photos**

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

### **Impression**

Multicolor Print, Baar, Suisse

### **Langues**

publié en français, anglais, allemand,  
italien, espagnol, portugais, chinois  
(traditionnel et simplifié) et russe

### **Contact**

[ubs-research@ubs.com](mailto:ubs-research@ubs.com)

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

### **Commande ou abonnement**

En tant que client d'UBS, vous pouvez commander des exemplaires supplémentaires de cette publication ou vous abonner à «UBS global outlook» par l'intermédiaire de votre conseiller ou par la Printed & Branded Products mailbox: [sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com](mailto:sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com).

Vous pouvez également vous abonner sur Internet via le portail WMR.

SAP-No. 83351F-1003

Principales prévisions.....	4
Perspectives de placement .....	5
Actions .....	10
Monnaies.....	12
Obligations .....	14
Catégories d'actifs non traditionnels .....	15
Performance des marchés financiers.....	17
Sélection de publications UBS WMR.....	18



Photo de couverture: Skybridge,  
Langkawi Island, Malaisie;



« Le débat sur la récession en même semble exagéré car les valeurs boursières reflètent déjà des perspectives économiques moroses. »

A handwritten signature in white ink that reads "A. Höfert".

**Andreas Höfert**

Global Head Wealth Management Research



« Allez chercher le rendement au-delà des emprunts d'Etat. Envisagez plutôt les obligations d'entreprises et de marchés émergents, ainsi que les actions généreuses en dividendes. »

A handwritten signature in white ink that reads "Mark M. Andersen".

**Mark Andersen**

Head Investment Strategy

# Principales prévisions



## Modéré et cahoteux – le nouveau rythme de la croissance

L'économie mondiale devrait croître de 3 à 4% par an dans les années à venir, un rythme raisonnable mais plus modéré que lors des précédentes sorties de récession. Cette moyenne mondiale cache toutefois des divergences régionales. Aux Etats-Unis, la croissance sera timide cette année et, par la suite, plus faible que sur la période 1982-2007. Les marchés émergents impressionnent toujours, en particulier ceux avec une solide demande intérieure comme la Chine, l'Inde et le Brésil.

## Une Europe à deux vitesses

Le volontarisme politique n'empêchera pas un découplage entre régions ainsi qu'une fragmentation en leur sein. Dans la zone euro, l'Allemagne et d'autres pays du Nord s'en sortent bien alors que l'arc méditerranéen – Espagne, Portugal et Grèce notamment – a décroché. Cette divergence majeure restera un problème pour l'euro. Nous invitons les investisseurs européens à réaliser des placements stratégiques en Allemagne et à envisager des placements libellés en francs suisses.

## En quête de rendement

Ces temps-ci, rares sont les emprunts d'Etat «sûrs» à assurer un

rendement décent. Allonger la maturité des emprunts d'Etat est selon nous une stratégie dangereuse. Mieux vaut parier sur les actions généreuses en dividendes et les obligations d'entreprises stables, parmi lesquelles les opérateurs télécoms européens. Les obligations émergentes constituent à nos yeux un autre placement solide.

## Marchés pionniers – un horizon lointain

Nous restons optimistes à l'égard des marchés émergents mais les investisseurs de long terme pourraient envisager de s'aventurer plus loin. Les marchés pionniers sont, par définition, en marge de la communauté des investisseurs et comportent certes des risques accrus. En général, ces pays en

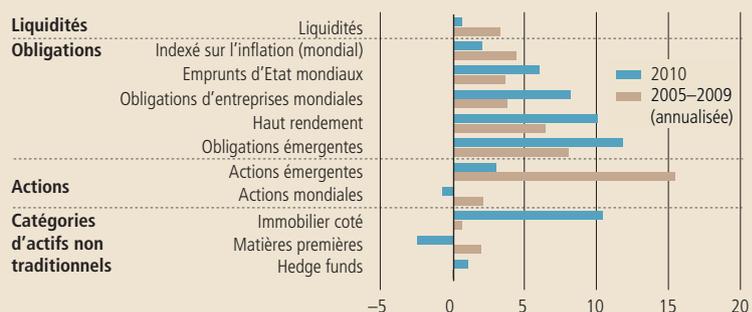
sont aux prémices du développement économique et ont de faibles institutions politiques et judiciaires. Mais ils ont souvent une population abondante et jeune, des marchés de consommation au stade embryonnaire et un potentiel de croissance considérable.

## Sortez des sentiers battus

Dans un contexte de croissance modérée, il convient de regarder au-delà des marchés traditionnels. Les hedge funds, le private equity et certaines matières premières constituent des alternatives intéressantes. Ces placements requièrent une réelle compréhension des risques impliqués, accrus ou différents, mais l'exposition à des risques différents est aussi un gage de rendements «différents».

### Examen de la performance du marché

Rendement total annuel en monnaies locales (en %)



Remarque: Information du 8 septembre 2010

Sources: Bloomberg, Thomson Reuters, BoA Merrill Lynch, UBS WMR

Les performances passées ne présentent pas des rendements futurs.

# Perspectives de placement

## Un monde confus et enclin aux extrêmes

La croissance mondiale a bondi au premier semestre 2010 car les entreprises ont reconstitué leurs stocks et les consommateurs ont délié à nouveau les cordons de leur bourse grâce à l'embellie de l'emploi. Alors que l'économie ralentit naturellement pour retrouver une croissance modérée, les marchés financiers évoluent toujours en dents de scie, guettant le moindre indicateur économique, qu'il conforte la thèse d'une rechute dans la récession ou un scénario optimiste. La croissance mondiale devrait ralentir dans le sillage de la crise financière, et ce pour plusieurs raisons structurelles, tout en se maintenant à un taux raisonnable de 3 à 4% dans les années à venir (cf. graph. 1).

Le spectre de la déflation aux Etats-Unis domine actuellement le débat et la perspective de périodes plus longues sans pression à la hausse des prix fait désormais consensus chez les analystes. Nous décelons des risques pour les investisseurs dans cet environnement flou, marqué par des rendements historiquement bas pour les emprunts d'Etat (cf. graph. 2) et des banques centrales qui restent très accommodantes. Même si le contexte actuel du marché est spécifique, le fantôme de 1994 – lorsque les marchés obligataires ont connu une brusque hausse des taux d'intérêt – continue de rôder.

## Les Etats-Unis plient mais ne devraient pas rompre

L'économie américaine a perdu de sa dynamique à l'été 2010 avec l'atténuation de l'effet restockage pour s'installer autour de 1,5%.

En août, le secteur privé a créé des emplois mais à un rythme insuffisant pour faire reculer le taux de chômage, qui campe au-dessus des 9,5% depuis 14 mois d'affilée. L'inflation sous-jacente des prix à la consommation avoisine 1%. Il n'y a donc rien de surprenant à ce que les prévisions pour l'économie américaine soient en berne car la relance publique est arrivée à son terme. Pire encore, le débat sur un éventuel double plongeon (récession en W) fait désormais rage, avec des scénarii extrêmes qui verraient les Etats-Unis s'engluer dans une période de stagnation à la japonaise.

La situation macroéconomique aux Etats-Unis s'est effectivement dégradée plus nettement que nous ne l'avions prévu il y a trois mois mais le double plongeon reste un scénario alternatif à nos yeux. Notre tablons plutôt sur un ralentissement du cycle des affaires, une évolution normale après le formidable coup de pouce de l'administration en 2008 et en 2009. Après cette décélération, un retour vers une croissance plus « normale » devrait s'opérer.

**Andreas Höfert**

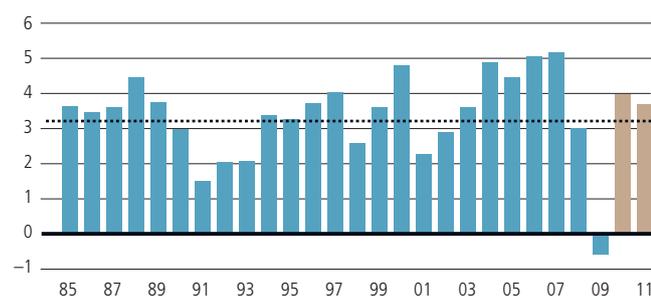
Chef économiste, UBS SA

**Mark Andersen**

Stratège, UBS SA

**Graph. 1: Vers une croissance mondiale modérée mais durable**

Croissance annuelle du PIB réel et moyenne sur 30 ans (en %; 2010 et 2011 = prévisions UBS)

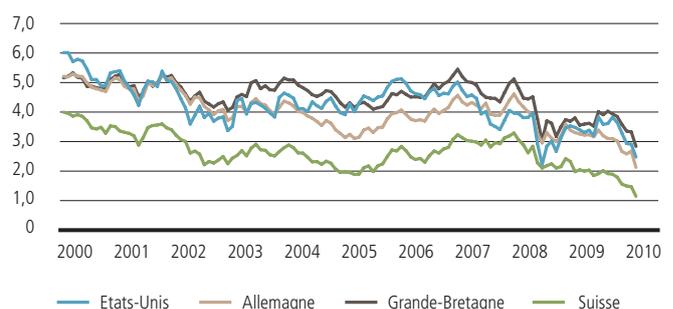


Source: Thomson Reuters, UBS WMR

Les performances passées ne présentent pas des rendements futurs.

**Graph. 2: Les rendements des emprunts d'Etat sont artificiellement bas**

Rendement nominal des emprunts d'Etat à 10 ans (en %)



Source: Bloomberg, UBS WMR



L'Allemagne à grande vitesse vers l'avenir

**La nouvelle norme: s'habituer à une croissance plus lente**

Après la crise financière, nous n'avons cessé de souligner que la «nouvelle norme» se caractériserait par une croissance à long terme plus faible aux Etats-Unis que celle observée entre 1982 et 2007. Cela est surtout lié au désendettement du secteur privé, au durcissement de la réglementation applicable aux intermédiaires financiers, à l'envolée de la dette publique et au constat que les crises financières pèsent généralement sur la croissance pendant un bon moment.

La Réserve fédérale a conscience de la santé fragile de l'économie américaine, c'est pourquoi elle maintiendra sans doute le taux des fonds fédéraux à un niveau proche de zéro dans un futur proche. D'après nous, les taux d'intérêt n'augmenteront pas avant la mi-2011.

Le spectre d'une récession en W nous semble surfait. D'abord et surtout, le débat en lui-même est devenu plutôt académique: les participants au marché ont intégré ce scénario malgré le caractère incertain de sa concrétisation. Ensuite, quand bien même nous aurions prévu un double plongeon, la nouvelle phase de récession aux Etats-Unis serait nettement moins sévère que celle de 2008–2009. Enfin, une rechute des Etats-Unis dans la récession ne signifierait pas pour autant que le reste du monde leur emboîterait le pas.

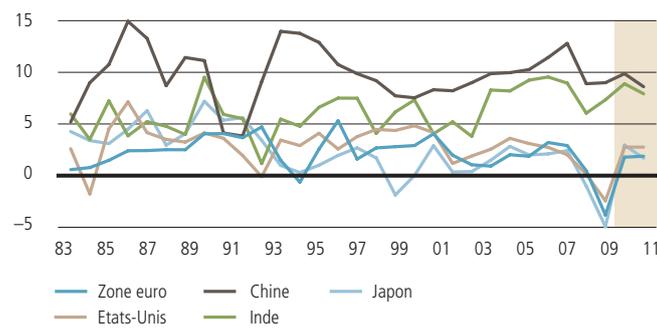
**L'Allemagne, moteur de la croissance européenne**

Si les Etats-Unis donnent encore le tempo sur les marchés financiers, les taux de croissance honnêtes voire excellents enregistrés ces derniers mois dans d'autres régions du monde ont été quelque peu occultés. Ces économies prospères sont immunes aux doutes inspirés par les Etats-Unis (cf. graph. 3).

En Europe, l'Allemagne a enregistré une croissance digne de l'économie chinoise au second semestre, avec un taux annualisé de 9%. Si l'on regarde plus en détail, on s'aperçoit que cette croissance a certes été tirée par les expor-

**Graph. 3: La nouvelle norme sera une croissance plus faible, notamment au sein de l'OCDE**

Croissance annuelle du PIB réel et prévisions d'UBS pour 2010 et 2011 (en %)



Sources: Thomson Reuters, UBS WMR  
Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

tations, mais que la composante du marché intérieur a contribué à hauteur de 6 points de pourcentage à ce chiffre impressionnant. Un taux de croissance aussi élevé sera difficile à rééditer dans les trimestres à venir. Mais la composition de la demande, conjuguée aux indicateurs avancés et convergents du cycle des affaires, laisse entrevoir une croissance allemande vigoureuse au second semestre. Toutefois, l'Allemagne fait plutôt figure d'exception sur le Vieux Continent.

Dans les autres pays d'Europe, on dirait que la notion très en vogue de «découplage» est parvenue à un stade que l'on qualifierait plutôt de «fragmentation». Au début, le découplage se manifestait entre les régions. Désormais, il s'opère en leur sein. Dans la zone euro, l'Allemagne se démarque clairement, même si d'autres pays d'Europe du Nord comme les Pays-Bas s'en sortent plutôt bien. La France et l'Italie affichent une croissance honorable, à défaut d'être exceptionnelle, tandis que l'Espagne, le Portugal et surtout la Grèce, les maillons faibles à l'origine de la crise de la dette souveraine, sont au bord de la récession si ce n'est en plein marasme.

Cette disparité n'augure rien de bon pour l'avenir de la zone euro. Plus le fossé se creusera, plus les tensions s'exacerberont entre les différents membres, au risque de mettre à jour l'impuissance de la Banque centrale européenne (BCE) en matière de politique moné-

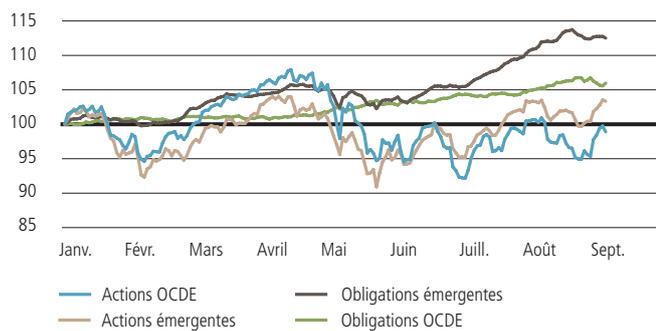
taire. Si l'Allemagne continue d'enregistrer une croissance solide et accroît les tensions inflationnistes au cœur de l'Europe tandis que la périphérie est engluée dans la récession, la BCE sera confrontée à un dilemme quasiment insoluble en matière de taux d'intérêt. Cela nous incite à redoubler de prudence à l'égard de l'euro. Il restera volatile face au dollar dans les mois à venir et continuera de se déprécier face à d'autres devises plus petites mais plus solides comme le franc suisse.

### Le moteur de croissance asiatique

Après une forte croissance au premier semestre probablement liée aux plans de relance massifs, l'Asie connaît à l'heure actuelle un ralentissement économique. Le Japon, tout juste relégué par la Chine au rang de deuxième puissance économique asiatique, a connu une stagnation au second trimestre après une croissance annualisée de 4,4% au premier trimestre 2010. La consommation privée a jusqu'ici échoué à générer une dynamique de croissance en raison de l'atténuation de l'impact des plans de relance et du ralentissement des investissements des entreprises. En outre, le yen fort renchérit les exportations japonaises et accentue les difficultés de l'économie en alimentant la déflation et l'érosion des bénéfices des entreprises.

### Graph. 4: Les actifs des marchés émergents ont le vent en poupe

Performance depuis le 01.01.2010 (= base 100) pour diverses catégories d'actifs



Sources: BoA Merrill Lynch, JP Morgan, Thomson Reuters, UBS WMR  
Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

Toutefois, le Japon est bien le seul pays asiatique à connaître des perspectives déflationnistes. En Chine, les bulles d'actifs apparaissent au grand jour, notamment sur certains marchés de l'immobilier, alors que l'Inde et l'Indonésie connaissent une poussée inflationniste. La plupart des pays asiatiques ont donc logiquement commencé à durcir leurs politiques monétaires en freinant la croissance du crédit et en relevant leurs taux d'intérêt. Nous prévoyons une décélération significative de la croissance chinoise au deuxième semestre 2010, orchestrée par les autorités de Pékin. Cela réduira également le risque de bulle immobilière. D'autres grandes puissances émergentes (comme l'Inde, le Brésil et l'Indonésie) ralentiront également après la relance massive de 2009, mais elles peuvent compter sur la vigueur de leur marché intérieur pour maintenir une croissance stable.

**Investir dans les régions prospères, un pari judicieux**

Les marchés émergents sont incontournables ces derniers temps (cf. graph. 4). Les obligations des marchés émergents sont la catégorie d'actifs la plus performante de l'année et les actions émergentes surperforment celles des marchés développés. Certes, ce n'est pas un scoop mais la performance continue de parler d'elle-même. Nous pensons que les investisseurs, selon leur profil de risque, devraient faire un pari stratégique raisonnable dans la croissance des marchés émergents. Les investisseurs qui peuvent tolérer un risque accru et ont un horizon de placement à plus long terme devraient s'intéresser aux marchés pionniers, les marchés émergents de demain.

Au-delà de la réussite des marchés émergents, les marchés d'actions dans leur ensemble évoluent en dents de scie depuis le début de l'année. Ces soubresauts ont dissuadé nombre d'investisseurs de placer leur argent dans des fonds en actions. Les biais comportementaux peuvent expliquer en partie la mystérieuse réticence des investisseurs à acheter des actions, dont la valorisation est intéressante au demeurant. Les investisseurs devraient garder à l'esprit que certaines actions offrent de bons rendements sur dividendes y compris lorsque les cours font du surplace.

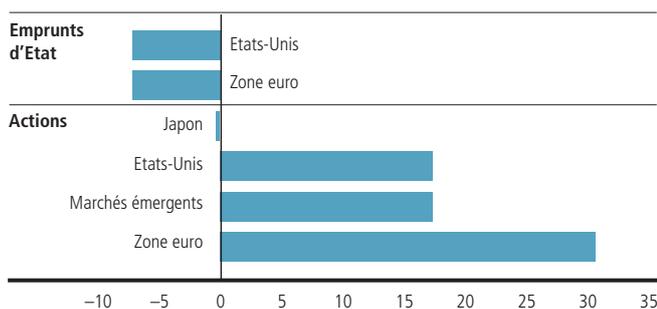
Dans notre scénario de croissance molle (qui exclut une rechute dans la récession), les actions mondiales devraient retrouver leur juste valeur, soit une hausse de 15 à 20% (cf. graph. 5). Si les investisseurs attachent peu d'importance à la valeur ces jours-ci, celle-ci confère néanmoins un amortisseur en cas de baisse car les cours reflètent déjà un scénario de récession en W. Le potentiel de hausse n'en reste pas moins intéressant dans l'hypothèse où les craintes inspirées par l'économie se dissiperaient.

**Les capitaux basculent des fonds monétaires vers les fonds obligataires**

Pendant la crise financière, les investisseurs ne juraient que par les liquidités, d'où le record historique de positions en liquidités à la fin de la crise. L'an dernier, cette tendance s'est quelque peu inversée car les investisseurs ont commencé à sortir ces liquidités de leur sommeil. Pour l'essentiel, elles ont été dirigées vers divers types de fonds en obligations. Les investisseurs qui ont privilégié le rendement en por-

**Graph. 5: La valorisation plaide clairement pour les actions**

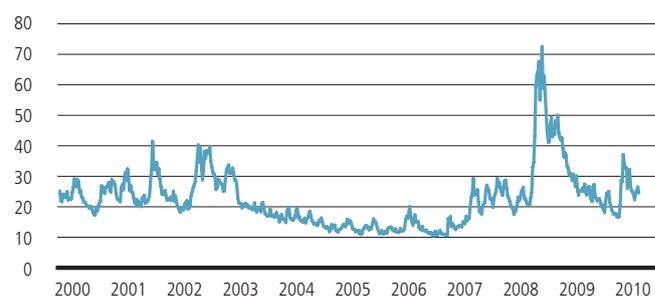
Potentiel de cours selon notre modèle d'actualisation des dividendes (en %)



Sources: Thomson Reuters, UBS WMR  
Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

**Graph. 6: La diversification du portefeuille est essentielle face à une volatilité intense**

Indice de volatilité (VIX) et sa moyenne de long terme



Sources: Thomson Reuters, UBS WMR

tant leur choix sur les obligations d'entreprises ou de marchés émergents ont bien fait. En revanche, l'afflux massif de capitaux vers les emprunts d'Etat des grandes puissances de l'OCDE est inquiétant car nous décelons un risque de correction à l'avenir.

Face à l'engouement des investisseurs pour les placements «sûrs» et la quête de rendement, les rendements des Bund allemands et des bons du Trésor américain sont désormais aussi faibles qu'au paroxysme de la crise financière. En outre, cela reflète également le probable statu quo en matière de taux directeurs pour les principales banques centrales de l'OCDE, avec à la clé des taux extrêmement faibles pendant longtemps.

Nous invitons les investisseurs à diversifier leur portefeuille en y incluant des obligations d'entreprises, des titres à haut rendement et des obligations émergentes, mais aussi des actions défensives que l'on peut actuellement acheter à bon compte. Les portefeuilles excessivement concentrés sur une seule catégorie d'actifs, quelle qu'elle soit, pourraient déchanter. Dans le contexte actuel, aucun placement ne peut être considéré comme sûr (cf. graph. 6).

### Des alternatives qui méritent un coup d'œil

Nous pensons que, les hedge funds et le private equity seront sans doute profitables à un portefeuille pour peu que l'investisseur accepte l'horizon de placement plus long qui est souvent requis. Les hedge funds constituent un placement flexible qui pourrait s'avérer très utile dans le contexte actuel. Le private equity pourrait générer des rendements supérieurs à la moyenne dans les années à venir compte tenu de la valorisation attrayante des entreprises à l'heure actuelle et de la probable multiplication des opportunités de sortie dans un contexte de reprise des activités de fusion-acquisition.

Alors qu'une période de ralentissement économique se profile, nous sommes moins attirés par les matières premières. En effet, les cours devraient rester stables d'ici la fin de l'année, même si l'or pourrait faire exception. Autrement dit, les rendements totaux seront sans doute négatifs en raison des coûts de rendements glissants souvent inhérents aux placements en matières premières. La situation est très différente de celle des actions, par exemple. Quand les cours stagnent, on peut toujours espérer des rendements de 5 à 7% correspondant au dividende versé dans certains secteurs attrayants, comme les télécoms en Europe.

Graph. 7: Prévisions économiques UBS

		Croissance du PIB réel en % p.a			Inflation en % p.a.			Taux d'intérêt		LIBOR 3 mois		Gouvernement 10 ans	
		2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	en %	6 mois	12 mois	6 mois	12 mois	
<b>Amérique du Nord/Sud</b>	Etats-Unis	-2,6	2,7	2,7	-0,3	1,7	1,7		0,5	0,8	3,3	3,8	
	Canada	-2,5	3,5	3,2	0,3	1,9	2,5		1,0	1,5	2,8	3,3	
	Brésil	-0,2	8,2	5,4	4,3	5,2	5,2		0,3	0,3	1,4	1,5	
<b>Asie/Pacifique</b>	Japon	-5,2	2,9	1,6	-1,3	-0,7	-0,1		1,0	1,3	3,8	4,3	
	Australie	1,3	3,3	3,8	1,8	3,0	3,1		1,0	1,5	1,8	2,3	
	Chine	9,1	10,0	8,7	-0,7	3,0	4,0		5,3	5,6	5,6	6,0	
	Inde	7,4	9,0	8,0	6,4	8,6	6,0		1,3	1,8	3,8	4,0	
	Asie reste	-0,6	5,3	4,3	1,8	2,7	3,2		1,8	2,3	3,0	3,5	
<b>Europe</b>	UEM	-4,1	1,7	1,9	0,3	1,6	1,8		2,5	2,8	3,3	3,8	
	Allemagne	-4,9	3,3	2,2	0,2	0,7	1,7						
	France	-2,5	1,7	1,9	0,0	0,3	1,4						
	Italie	-5,1	1,1	1,6	0,8	1,4	1,9						
	Espagne	-3,6	0,1	1,0	-0,2	1,5	1,3						
	Royaume-Uni	-4,9	1,6	2,3	2,2	3,1	2,1						
	Suisse	-1,5	2,5	2,1	-0,5	1,0	1,5						
Russie	-7,8	7,5	6,0	11,7	5,9	5,8							
<b>Monde</b>		-1,1	4,0	3,7	1,3	2,9	3,0						
								<b>Taux de change</b>	6 mois	12 mois	équilibre <sup>2</sup>		
								EURUSD	1,32	1,35	1,24		
								USDJPY	92	95	90		
								GBPUSD	1,55	1,59	1,66		
								USDCHF	0,98	0,96	1,19		
								USDCAD	0,97	0,95	1,02		
								AUDUSD	0,90	0,93	0,69		
								NZDUSD	0,73	0,75	0,58		
								USDSEK	7,12	6,89	7,51		
								USDNOK	5,76	5,63	7,06		
								USDCNY	6,65	6,45	n.a.		

Note: P = prévisions au 8 septembre 2010

<sup>1</sup> Taux d'intérêt entre banques à 7 jours au lieu du taux LIBOR à 3 mois

<sup>2</sup> Parité du pouvoir d'achat

Source: UBS

# Actions

**Alors que la croissance économique ralentit, nous préférons les thèmes de placement moins exposés au cycle économique, et notamment les marchés émergents.**

L'économie mondiale a commencé à ralentir au troisième trimestre avec l'atténuation de l'effet restockage observé au premier semestre. Nous conseillons aux investisseurs de privilégier les entreprises avec une valorisation attrayante et bien implantées dans les régions prospères ou celles moins sensibles à la conjoncture.

## L'Allemagne offre des opportunités intéressantes

En Europe, l'Allemagne a surpris avec une croissance de 2,2% au deuxième trimestre, digne de l'économie chinoise. Si l'économie allemande aura du mal à tenir cette cadence, nous pensons qu'elle restera le moteur de croissance de l'Europe. L'embellie de l'emploi devrait soutenir la demande intérieure. Les exportateurs allemands, très compétitifs, devraient en outre profiter de la croissance des marchés émergents. Malgré un certain ralentissement, notamment en Asie, l'engouement pour les produits allemands continuera sans doute de garnir les carnets de commande.

## Priorité aux marchés émergents au détriment du Japon

Le gouvernement chinois freine actuellement la croissance économique pour éviter une surchauffe, ce qui conforte notre scénario de prospérité structurelle des marchés émergents.

C'est pourquoi nous recommandons toujours des placements diversifiés dans des pays émergents encore attractifs (cf. graph. 8). Les marchés pionniers peuvent également intéresser les investisseurs de long terme (cf. encadré).

La situation délicate du Japon tranche avec celle de l'Asie émergente. Le yen fort et la faible rentabilité des entreprises pèsent sur les actions. Le vieillissement démographique et l'ampleur de la dette publique sont autant de fardeaux structurels pour le pays. La prudence est donc de mise à l'égard des actions japonaises.

## Croissance régulière des profits liés à la consommation de base

La hausse de la consommation dans les marchés émergents soutient le secteur des biens de consommation de base. Par ailleurs, les entreprises de ce secteur ont un pouvoir de fixation des prix qui stabilise leurs marges bénéficiaires. La demande est moins sensible aux aléas de la conjoncture car le secteur offre les biens indispensables au quotidien: alimentation, produits d'entretien et d'hygiène, etc. Les biens de consommation de base devraient rester une source de croissance stable des bénéfices dans un futur proche.

## Des dividendes attrayants pour les télécoms européennes

Avec des rendements au plus bas sur les obligations souveraines, les entreprises offrant un rendement sur dividendes élevé deviennent très intéressantes. Ce constat vaut notamment

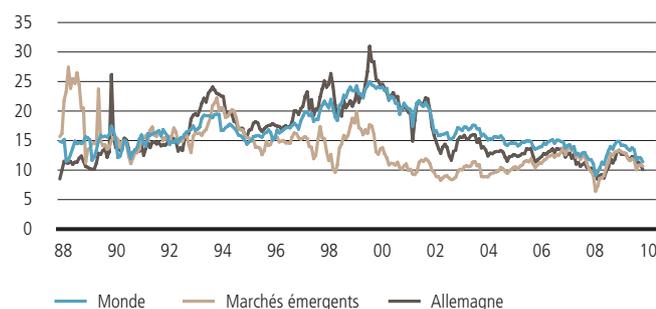
**Markus Irngartinger**  
Stratège, UBS SA

**Lena Lee Andresen**  
Stratège, UBS SA

**Kilian Reber**  
Analyste, UBS SA

**Graph. 8: Les ratios cours/bénéfice bas valorisent les actions**

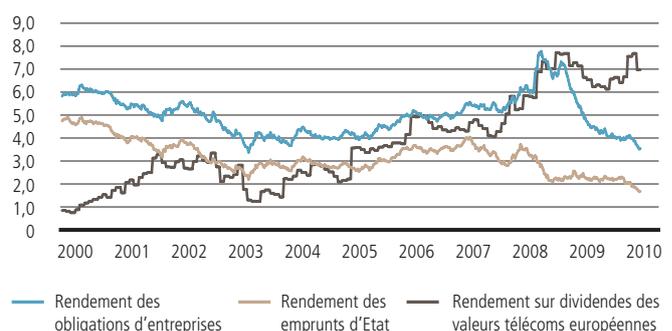
Ratio cours/bénéfices basé sur les bénéfices attendus



Sources: Thomson Reuters, UBS WMR  
Les performances passées ne présentent pas des rendements futurs.

**Graph. 9: Les valeurs télécoms offrent un rendement sur dividendes attrayant**

Rendements (en %)



Sources: Thomson Reuters, UBS WMR

pour le secteur européen des télécoms, dont le rendement sur dividendes est même supérieur à celui des obligations d'entreprises (cf. graph. 9). Autrefois un secteur d'avenir, les télécoms répondent aujourd'hui à un besoin élémentaire et leur caractère largement défensif offre une certaine protection contre les soubresauts du marché. Si le marché européen est largement saturé, les opérateurs exposés aux marchés émergents tels que la Russie ou le Brésil ont encore du potentiel.

### L'impact de la baisse de la dépense publique

Malgré l'incertitude sur les marchés, une certitude s'impose: la plupart des pays développés devront résorber leur dette, qui atteint un niveau préoccupant. Les coupes budgétaires significatives toucheront les entreprises qui réalisent une grande partie de leurs bénéfices en décrochant des marchés publics. Nous pensons notamment aux secteurs de l'aérospatiale et de la défense, mais les entreprises qui interviennent dans les travaux publics, le service aux entreprises ou celles qui dépendent des subventions publiques (énergies renouvelables, par exemple) pourraient aussi être affectées.

## Marchés pionniers

### Les eldorados de demain?

Les marchés pionniers peuvent éveiller l'intérêt des investisseurs de long terme qui recherchent des régions prospères en dehors des marchés émergents, pour peu qu'ils soient capables d'assumer davantage de risques. Les marchés pionniers incluent le Bangladesh, le Kazakhstan, le Nigéria, le Sri Lanka et certains pays du Moyen-Orient. En général, ces pays en sont aux prémices du développement économique et se caractérisent par la faiblesse de leurs institutions politiques et judiciaires. Mais ils ont également des ressources naturelles que les marchés émergents sont susceptibles de rechercher. La population des marchés pionniers est généralement abondante et jeune et, si leurs marchés de consommation en sont au stade embryonnaire, leur potentiel de rattrapage est élevé.

### Un placement à long terme mais les premiers seront les mieux servis

Ce potentiel pourrait prendre des années à se concrétiser mais pour s'assurer de bons rendements, mieux vaut être aux premières loges. La reprise se fait encore attendre dans les marchés pionniers (cf. graph. 10), qui affichent une décote par rapport aux mar-

chés émergents. Les bénéfices devraient s'améliorer en 2011 mais un retour massif des investisseurs sur ces marchés pionniers pourrait prendre du temps. A l'heure de s'aventurer dans ces contrées, les investisseurs doivent être conscients du degré de risque supplémentaire, qui peut prendre plusieurs formes: risque politique, d'illiquidité et de contagion. Aussi, nous recommandons aux investisseurs de recourir à des fonds en actions, diversifiés et à gestion active, et de ne consacrer qu'une faible part de leur portefeuille à ces marchés.

**Graph. 10: La reprise des marchés pionniers se fait attendre**

MSCI Frontier vs. MSCI Emerging markets (base 100 en 2003)



Sources: Thomson Reuters, UBS WMR

Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

# Monnaies

**Dans un contexte économique incertain, les perspectives restent floues pour les grandes devises, c'est pourquoi la diversification reste de mise. Parmi les devises alternatives, le dollar canadien et la couronne suédoise sont attrayantes.**

## Préférer Londres à Tokyo pour le shopping

La livre britannique est actuellement bon marché par rapport à un éventail de devises mondiales, ce qui fait de Londres une destination attrayante pour faire du shopping. Toutefois, si le gouvernement britannique parvient à atteindre ses objectifs ambitieux en matière d'austérité et que l'économie repart du bon pied, la livre pourrait cesser d'être le paradis des globe-trotters du shopping.

Tokyo est à l'autre bout de l'échelle à cause du yen fort. Le Japon flirte toujours avec la déflation et quand l'économie va mal, il y reste englué. Pour le yen, la déflation est un curieux phénomène: la monnaie japonaise tend à s'apprécier malgré le ralentissement économique. Dans la pratique, les actifs placés à l'étranger sont souvent rapatriés en période de déflation en raison des craintes de la récession et d'un réflexe nationaliste. Nous restons néanmoins convaincus que le yen est trop fort pour l'économie japonaise et notamment le secteur exportateur. Nous tablons donc sur une dépréciation à long terme.

## Franc suisse: plus fort et pour longtemps

Le franc suisse a établi un record historique face à l'euro (cf. graph. 11). Il pourrait rester orienté à la hausse dans les semaines à venir mais son potentiel d'appréciation nous semble limité. Le franc devrait plutôt stagner à un niveau élevé pendant un moment. Les investisseurs mondiaux peuvent diversifier leur portefeuille et se couvrir contre l'agitation politique et économique en y incorporant des placements en francs suisses. Les taux d'intérêt sont, certes, relativement faibles mais l'appréciation du franc a largement compensé ce paramètre ces 30 dernières années. Cette tendance devrait se poursuivre à plus long terme.

## Euro et dollar US: concours de faiblesse

L'euro et le dollar US se neutralisent par leurs faiblesses respectives: l'euro réagit favorablement à une accélération de la croissance mondiale et, inversement, le dollar résiste mieux que l'euro à sa décélération (cf. graph. 12). Les Etats-Unis sont moins tournés vers l'export que l'Europe et dépendent davantage du financement étranger. Ces deux aspects aident le dollar US en période de vaches maigres et l'euro en période de croissance.

Une forte croissance mondiale aide le solide secteur exportateur de la zone euro. En outre, la croissance permet aux pays périphériques en difficulté d'atteindre leurs objectifs budgétaires.

**Thomas Flury**  
Stratège, UBS SA

**Michael Bolliger**  
Analyste, UBS SA

**Graph. 11: Le franc suisse devrait rester fort pour longtemps**

Taux de change EURCHF



Sources: Thomson Reuters, UBS WMR  
Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

**Graph. 12: L'euro et le dollar dans un concours de faiblesse**

Taux de change EURUSD et parité de pouvoir d'achat



\* basé sur la parité de pouvoir d'achat

Sources: Bloomberg, UBS WMR

res, ce qui soutient l'euro. A l'arrivée, l'EURUSD devrait rester plus ou moins stable, même si l'euro devrait progressivement s'apprécier face au dollar US.

### Couronne suédoise et devises matières premières

L'économie suédoise est largement tournée vers l'export. Du coup, la couronne est couplée à la croissance mondiale et aux marchés d'actions. En période de croissance, il s'agit donc de notre petite devise préférée, notamment grâce à sa valorisation attrayante.

Parmi les autres devises de second rang, notre préférence va à celles des pays producteurs de matières premières, qui sont soutenues par l'appétit des marchés émergents. La modération de la croissance économique mondiale représente actuellement un risque pour ces devises, les dollars australien et néo-zélandais étant plus vulnérables que le dollar canadien. Le Canada est susceptible de profiter des nouvelles mesures de relance aux Etats-Unis, quasiment sans rien avoir à déboursier. A ce titre, le dollar canadien serait à nos yeux la meilleure alternative au dollar US au cas où les Etats-Unis intensifieraient les mesures d'assouplissement quantitatif pour soutenir leur économie.

## Devises émergentes

La Banque des règlements internationaux (BRI) a publié récemment son enquête sur les marchés des changes et dérivés au niveau mondial. L'enquête montre que le gros du chiffre d'affaires des marchés des changes est encore réalisé avec les devises de pays développés. Toutefois, à mesure que le dollar US voit sa part reculer dans les échanges, les devises des marchés émergents prennent une importance croissante.

### Le prix de la popularité

Si l'enquête de la BRI met en évidence le poids croissant des marchés émergents dans l'économie mondiale, elle révèle également la sensibilité accrue de leurs monnaies aux variations du goût pour le risque. Malgré une croissance plus forte et de meilleurs fondamentaux, la performance de la monnaie de nombreux marchés émergents face aux grandes devises a tendance à fluctuer selon l'appétence au risque au niveau mondial.

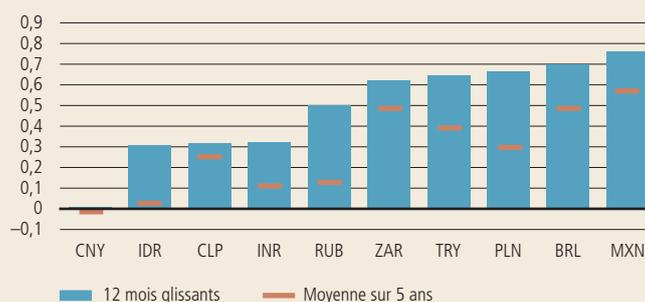
Comme le montre le graphique 13, cette corrélation est un phénomène assez récent, les investisseurs étant plus nombreux sur les marchés des changes émergents.

### L'Asie moins exposée

Les devises asiatiques sont moins vulnérables à ces chocs mondiaux. Cela témoigne de la bonne santé de l'Asie mais reflète aussi une stratégie monétaire délibérée des banques centrales. Les récentes interventions ont limité le potentiel d'appréciation de ces devises. Les placements libellés en devises émergentes qui continuent de s'apprécier sont donc moins attrayants que ceux qui bénéficient de taux d'intérêt plus élevés sur ces marchés.

**Graph. 13: Les devises émergentes sont vulnérables aux fluctuations du goût pour le risque**

Corrélation entre l'appréciation du taux de change et les rendements des actions



Sources: Bloomberg, UBS WMR, situation en septembre 2010

Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

# Obligations

## L'érosion spectaculaire des rendements des emprunts d'Etat à long terme ces deux derniers mois a soulevé un certain nombre de questions pour les investisseurs.

Pour les investisseurs en obligations, la réponse est la suivante: pour accroître les rendements, mieux vaut prendre davantage de risque de crédit qu'allonger la durée des obligations.

## Les rendements des emprunts d'Etat artificiellement bas

Les rendements réels des emprunts d'Etat émis par les grandes puissances de l'OCDE sont négligeables: dans le meilleur des cas, ils compensent à peine l'inflation. D'un point de vue fondamental, nous pensons que les banques centrales ne pourront pas maintenir indéfiniment des taux d'intérêt aussi faibles. Elles vont sans doute finir par normaliser les taux pour réduire l'incitation au surinvestissement et le frein à l'épargne.

## En quête de rendement

De nombreux investisseurs ont, semble-t-il, allongé la maturité de leurs positions pour obtenir des rendements plus élevés. Toutefois, cela pourrait s'avérer désastreux si les taux d'intérêts commencent à augmenter car les cours risquent de chuter nettement. Compte tenu du pessimisme du marché obligataire à l'égard de la croissance mondiale, ce scénario est plausible.

## De nombreux segments obligataires restent intéressants

Les investisseurs en quête de rendements plus élevés devraient s'intéresser aux obligations d'entreprises des segments investment grade, haut rendement et marchés émergents, qui comptent parmi les plus performants cette année (cf. graph. 14).

Au-delà de l'actuel optimisme à l'égard des obligations d'entreprises, les fondamentaux continuent selon nous de conforter cette logique. Les entreprises, dont les bénéficiaires ont enregistré un rebond spectaculaire, affichent des bilans sains. Les obligations émises par les grands noms de la finance, par divers groupes industriels diversifiés et par les exportateurs européens nous intéressent en particulier. De même, le segment des emprunts d'Etats émergents recèle encore un potentiel. Certains pays émergents affichent des finances publiques saines et de bonnes perspectives de croissance à long terme.

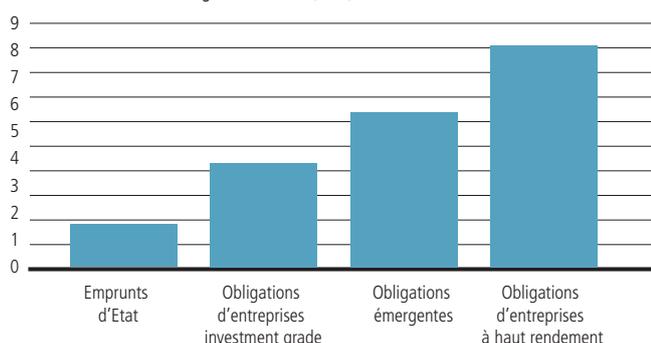
Dans le segment à haut rendement moins bien noté, on s'aperçoit avec le recul que les taux de défaillance des entreprises n'augmentent substantiellement que lorsque la croissance du PIB américain devient nettement inférieure à 1% (cf. graph. 15). La modération de la croissance n'implique pas nécessairement une hausse des défaillances. Toutefois, il convient de souligner que si les Etats-Unis retombent dans la récession (contrairement à nos prévisions), les obligations à haut rendement pourraient subir une sévère correction.

**Achim Peijan**  
Stratège, UBS SA

**Philipp Schöttler**  
Stratège, UBS SA

**Graph 14: Le rally des emprunts d'Etat renforce l'attrait d'autres segments obligataires**

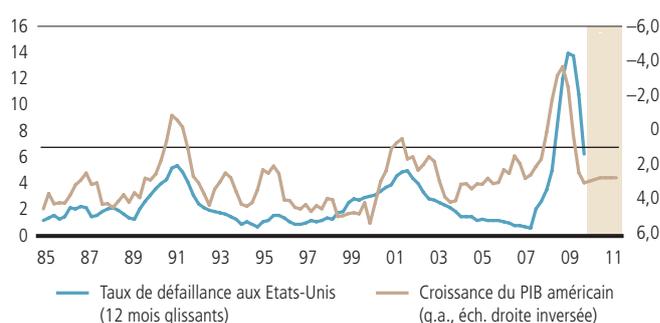
Rendement nominal des obligations en USD (en%)



Sources: Bloomberg, BoA Merrill Lynch, UBS WMR  
Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

**Graph 15: Un pic de défaillances ne survient qu'en cas de croissance du PIB inférieure à 1%**

Croissance du PIB réel (prévision d'UBS) et taux de défaillance aux Etats-Unis



NB: la zone grisée correspond aux prévisions

Sources: Moody's, Thomson Reuters, UBS WMR

# Catégories d'actifs non traditionnels

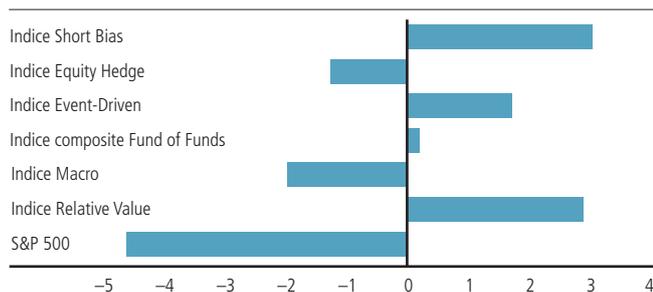
## Hedge funds

### Les hedge funds global macro prospèrent dans divers environnements économiques

Nous restons optimistes à l'égard des hedge funds (cf. graph. 16 pour la performance), notamment la stratégie global macro. Celle-ci évolue sur des marchés liquides et dispose du mandat d'investissement le plus large, ce qui lui permet d'être réactive et d'exploiter les opportunités sur une multitude de marchés et de catégories d'actifs. Nous suggérons en outre aux investisseurs de long terme de s'exposer aux commodity trading advisors (CTA), un sous-ensemble de la stratégie global macro. Les CTA exploitent généralement les tendances haussières et baissières sur les marchés obligataires, monétaires, boursiers et de matières premières. Surtout, ils peuvent opérer dans un large éventail de marchés mondiaux très faiblement corrélés à la plupart des catégories d'actifs, contribuant à préserver le capital sur des marchés baissiers. A plus long terme, les CTA devraient être performants aussi bien dans des contextes inflationnistes que déflationnistes. En période d'inflation, les gérants de CTA augmentent généralement leur exposition aux matières premières telles que les métaux précieux, le pétrole, les céréales et le bétail, qui ont tendance à s'apprécier. A l'inverse, en période de déflation, les gérants peuvent suivre les tendances baissières pour continuer à générer des rendements.

**Graph. 16: Rendement des indices de hedge funds**

Rendement total YTD, en % (exprimé en USD)



Sources: Hedge Fund research Inc., UBS WMR, situation au 27 août 2010  
Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

## Immobilier coté

### Privilégiez l'immobilier coté haut de gamme dans les marchés de pénurie

L'immobilier coté mondial est performant cette année et devance les actions mondiales (cf. graph.17), soutenu par la hausse des valeurs en capital des biens immobiliers dans un contexte de baisse des taux d'intérêt. Toutefois, nous anticipons l'amorce d'une lente hausse des taux, si bien que l'augmentation des valeurs en capital ne sera sans doute pas le principal facteur de performance à l'avenir. La poursuite de l'expansion doit donc venir d'une croissance des loyers. Dans ce domaine, l'Asie et dans une certaine mesure le Royaume-Uni mènent la danse, suivis de loin par l'Europe alors que les Etats-Unis affichent des progrès ciblés.

Dans l'ensemble, les marchés caractérisés à la fois par une pénurie d'offre et des fondamentaux prometteurs offrent les meilleures conditions pour une reprise de l'immobilier coté. Il existe des opportunités de placement à Hong-Kong, à Singapour et en Australie, où le marché de la location s'améliore déjà. Quant aux autres régions, le marché immobilier américain a touché le fond et les taux d'occupation se sont stabilisés mais la valorisation semble au mieux correcte. En Europe, les valeurs en capital se stabilisent mais la croissance des loyers se fait attendre. En Amérique du Sud, les volumes de transaction et les fondamentaux soutiennent la reprise.

**Cesare Valeggia**  
Analyste, UBS SA

**Thomas Veraguth**  
Économiste, UBS SA

**Graph. 17: L'immobilier coté bat de l'aile en raison des craintes actuelles sur la croissance**

Performance des actions mondiales et de l'immobilier coté (indice 100 au 01.01.2005)



Sources: Bloomberg, MSCI, GPR, UBS WMR

# Catégories d'actifs non traditionnels

## Matières premières

**La sélectivité est de mise alors que la conjoncture ralentit**

Malgré le net rebond de l'économie mondiale au premier semestre, les rendements des matières premières au sens large déçoivent depuis le début de l'année. L'énergie et les métaux de base sont en berne alors que les métaux précieux et la plupart des matières premières agricoles tirent leur épingle du jeu. Avec l'essoufflement de la reprise, nous ne voyons pas comment cette tendance pourrait changer dans les trois ou six mois à venir. En outre, la persistance de stocks confortables nous a amenés à réduire notre objectif de cours à 12 mois pour le pétrole de 90 à 80 USD le baril. Les cours devraient faire du surplace cette année pour la plupart des métaux industriels.

Dans un marché atone, les placements en matières premières peuvent générer des rendements négatifs en raison des coûts de rendements glissants (cf. graph. 18), qui peuvent amputer la performance d'environ 10% par an. Les investisseurs feraient donc mieux d'éviter les matières premières dans les prochains mois. Cela dit, certaines d'entre elles ne manquent pas d'atouts à nos yeux. L'aversion au risque et la forte demande de bijouterie en provenance des marchés émergents devraient encore soutenir l'or. De plus, la faiblesse des ratios stocks/consommation pour le café et le maïs devrait se traduire par une hausse des cours.

## Private equity

**Le capital-risque peine à lever des fonds. Le moment est-il opportun pour s'y engager?**

L'incertitude économique persistante a continué de peser sur les levées de fonds: les fonds de pension, les fonds de dotation et les fonds communs de placement ont réduit leurs nouveaux engagements dans le private equity de 72,3% en 2009. Le fonds de pension californien CalPERS a taillé dans le vif en ramenant de 12,7 milliards à 1,27 milliard d'USD (soit -90%) le montant de ses investissements entre 2008 et 2009. Cette réticence devrait perdurer jusqu'à la fin de l'année 2010. Toutefois, la reprise de l'activité sur le marché de sortie, notamment grâce aux opérations de F&A, pourrait donner lieu à des distributions de liquidités significatives, qui pourraient à leur tour améliorer la perception du private equity.

Le graphique 19 montre le rapport entre les distributions de fonds de capital-risque et l'argent investi à l'origine, par année de millésime (en bleu). Le graphique comporte également la valeur estimée du portefeuille à la fin du premier trimestre 2010. Historiquement, les millésimes qui coïncident avec de faibles environnements économiques et des levées de fonds modestes génèrent des rendements supérieurs à la moyenne. Ce fut le cas notamment lors de la crise asiatique de 1997-98. Si l'histoire venait à se répéter, c'est peut-être le moment de se lancer.

**Dominic Schnider**  
Stratège, UBS SA

**Cesare Vaggia**  
Analyste, UBS SA

**Graph 18: Les coûts de rendements glissants pèsent sur les rendements totaux**

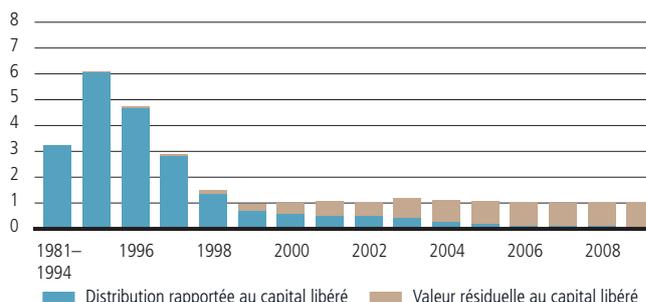
Indices de matières premières DJ-UBS Composite (base = 100 au 01.12.2008)



Sources: Bloomberg, UBS WMR  
Les performances passées ne présentent pas des rendements futurs.

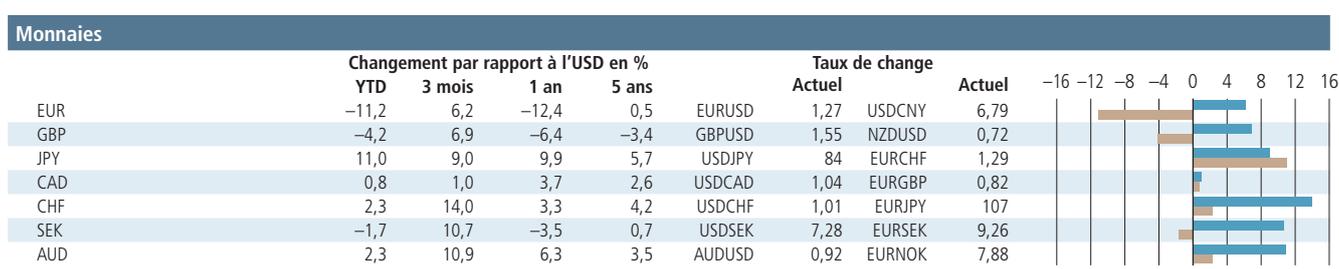
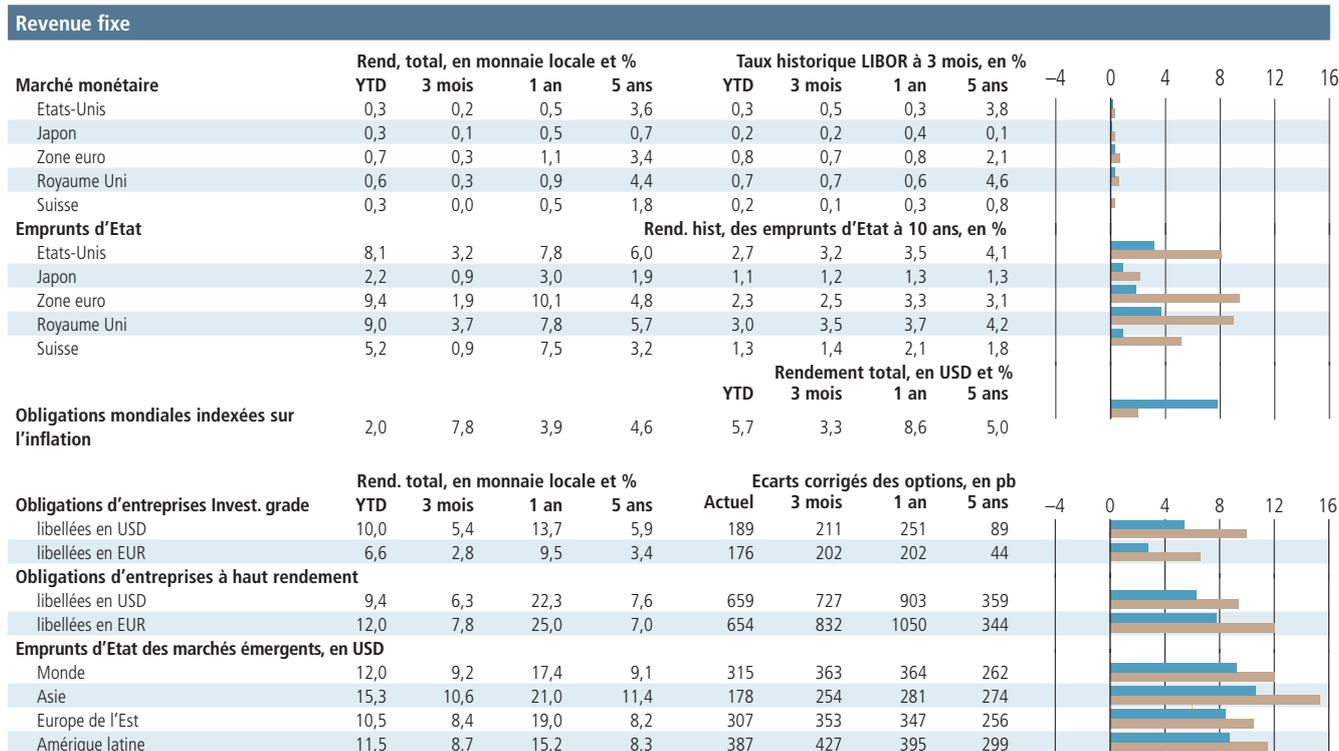
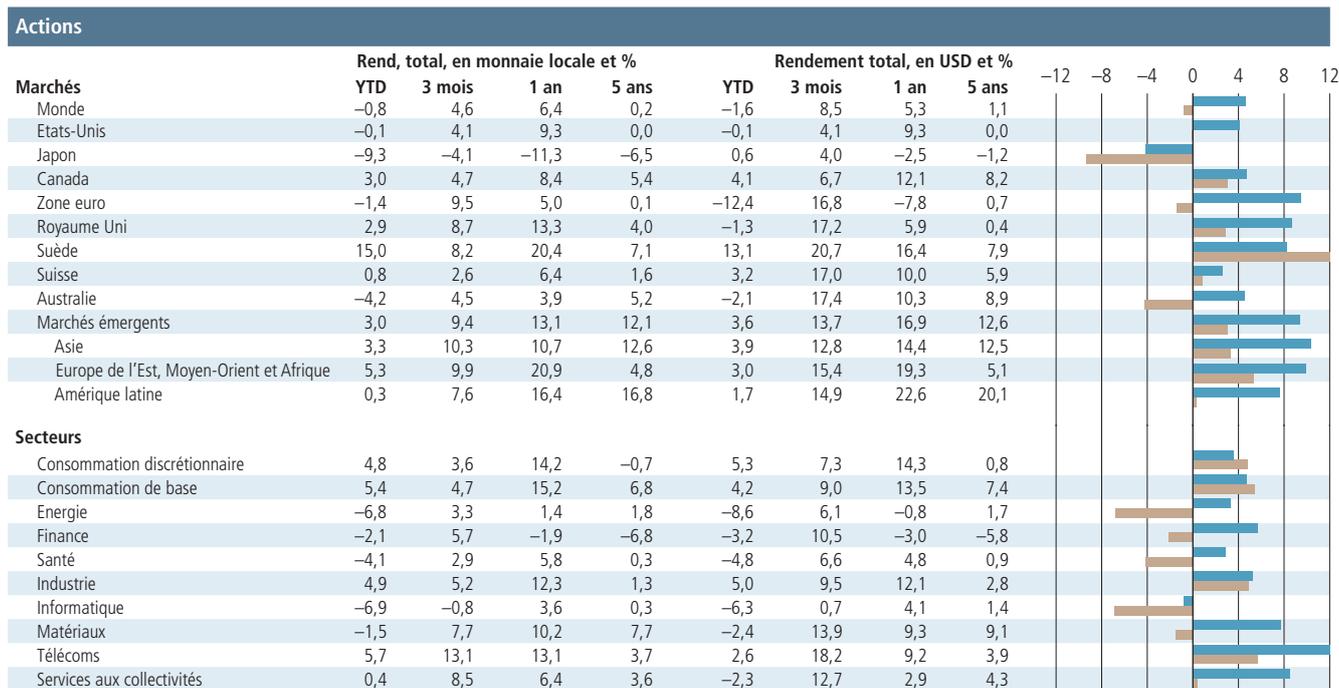
**Graph. 19: Analyse de rendement par année de millésime**

Rapport entre capital libéré distribué et restant; une valeur supérieure à 1 indique un bénéfice



NB: 1) Le capital libéré équivaut à l'investissement dans le private equity 2) La valeur réalisée n'est pas réalisée et changera à mesure que les entreprises quittent le portefeuille, sont réévaluées ou sont passées par pertes et profits.

Source: Cambridge Associates



Remarques: Informations jusqu'au 8 septembre, 2009. Les rendements sur 5 ans sont annualisés. La performance passée ne constitue pas une garantie de rendements futurs. Les prix du marché indiqués sont les cours de clôture de la Bourse principale respective. Cette indication vaut pour tous les graphiques et tableaux de performance dans cette publication. Sources: Bloomberg, GPR, HFR, JP Morgan, Merrill Lynch, MSCI, Thomson Reuters, UBS WMR

Les performances passées ne présagent pas des rendements futurs.

# Sélection de publications UBS WMR



**UBS research focus:**  
**La course aux ressources, un défi pour les marchés émergent**  
Malgré le ralentissement de l'économie, les ressources se font à nouveau rares. Tous les regards se tournent vers les marchés émergents, dont la demande en ressources s'envole. La consommation des ressources et les pénuries subséquentes ont un impact environnemental et social négatif, qui risque de peser sur la croissance économique de ces pays. La recherche de solutions pour atténuer ces effets néfastes et pérenniser la croissance offre des opportunités aux entreprises et aux investisseurs.

36 pages A4; Allemand, anglais, français, italien, espagnol, portugais;  
Septembre 2010  
**SAP No. 82092F-1006**



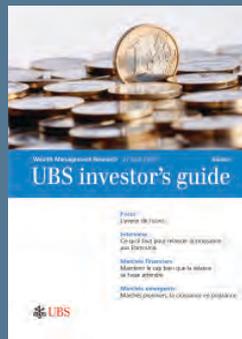
**UBS research focus:**  
**L'avenir de l'euro**  
En 2009, pour son dixième anniversaire, l'euro était considéré comme un succès retentissant. Depuis, la «Grande récession» a mis à mal sa crédibilité: dans beaucoup de pays de la zone euro, les déficits et niveaux d'endettement ont atteint des records et les investisseurs s'inquiètent des failles au sein de l'union. Nous croyons qu'à long terme la zone euro pourrait devoir subir un remodelage, plusieurs pays pouvant être contraints d'abandonner l'euro pour que celui-ci puisse survivre.

32 pages A4; Allemand, anglais, français, italien, russe;  
Août 2010.  
**SAP No. 82092F-1005**



**UBS research focus:**  
**Géopolitique: la face cachée**  
Les événements géopolitiques semblent souvent imprévisibles et incertains avant de se produire. En conséquence, les acteurs du marché traitent souvent le sujet après coup. Nous pensons que c'est une erreur. La géopolitique peut avoir un lourd impact sur la croissance économique et les rendements des actifs, et un effet imprévu sur un portefeuille d'investissements.

40 pages A4; Allemand, anglais, italien;  
Juillet 2010  
**SAP No. 82092E-1004 (anglais)**



**UBS investor's guide**  
Ce rapport est publié tous les mois en allemand, en français et en anglais. Il fournit des informations d'actualité ainsi que des prévisions destinées à aider les clients Wealth Management dans leurs analyses et décisions. «UBS investor's guide» explique la stratégie de placement d'UBS et commente les toutes dernières évolutions économiques mondiales; en outre, ce document comporte des analyses de marchés ainsi que des recommandations portant sur les actions, les emprunts obligataires, les devises et les pays émergents. Pour en savoir plus, veuillez vous adresser à votre conseiller clientèle.

56 pages A5; Allemand, anglais, français, italien, chinois (traditionnel et simplifié);  
Août 2010.

## Commander ou s'abonner

En votre qualité de cliente/client d'UBS, vous pouvez commander les publications susmentionnées ou vous y abonner. Veuillez vous adresser à cet effet à votre conseiller à la clientèle ou envoyez un e-mail à l'adresse suivante: [sh-iz-ubs-publicationen@ubs.com](mailto:sh-iz-ubs-publicationen@ubs.com)  
Vous trouverez les publications librement disponibles sur le site [www.ubs.com/research](http://www.ubs.com/research) (documentation accessible au public).

Wealth Management Research est publié par Wealth Management & Swiss Bank et Wealth Management Americas, divisions de UBS SA (UBS) ou d'une entreprise associée. Dans certains pays, UBS AG se dénomme UBS SA. Ce document vous est adressé à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. L'analyse qu'il contient s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient à l'exception des révélations en rapport avec UBS et ses sociétés affiliées. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Ces appréciations peuvent s'avérer différentes ou contraires à celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS en raison de l'application d'hypothèses et de critères différents. À tout moment, UBS AG, toutes les sociétés du groupe UBS et leurs employés peuvent détenir des positions longues ou courtes et exercer la fonction de teneur de marché ou d'agent sur les valeurs mobilières mentionnées dans ce document et conseiller ou fournir des services d'ingénierie financière soit à l'émetteur de ces valeurs soit à une société associée à cet émetteur. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur certains dispositifs de contrôle de l'information pour contrôler le flux des informations contenues dans un ou plusieurs départements d'UBS, au sein d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Les marchés des options, des produits dérivés et des valeurs à terme sont considérés comme risqués. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et le jour du dénouement, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous avez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les taux de change peuvent avoir un impact très négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs spécifiques d'investissement de chacun de nos clients particuliers, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux particuliers désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS ou d'une filiale d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS ne pourra pas être tenu pour responsable en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable.

**Allemagne:** l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG est agréée par et placée sous l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Australie:** distribué par UBS Wealth Management Australia Ltd (détenteur de la licence australienne pour la fourniture de services financiers n 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000. **Autriche:** Cette publication ne constitue pas une offre au public ou une sollicitation similaire en vertu du droit autrichien et sera utilisée uniquement dans des circonstances qui n'équivalent pas à une offre au public de titres financiers en Autriche. Ce document ne peut être utilisé que par le destinataire direct de ces informations et ne peut en aucune circonstance être remis à un autre investisseur, quel qu'il soit. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Belgique:** Cette publication ne constitue pas une offre publique au sens de la loi belge mais est fournie à titre d'information aux clients d'UBS Belgium SA, sise au 300 Avenue de Tervueren, 1150 Bruxelles, une banque agréée sous la surveillance de la «Commission Bancaire, Financière et des Assurances» (CFBA), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc.. **Dubai:** Recherche est émise par UBS AG Dubai Branch dans le DIFC, est réservée strictement aux clients professionnels et ne peut pas être redistribuée dans les Emirats Arabes Unis. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). La teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris l'Autorité des matières premières et titres des Emirats ou la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubaï, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. **Espagne:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Bank, S.A. par UBS Bank, S.A., banque enregistrée auprès de la «Banque d'Espagne». **Etats-Unis:** Ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis et/ou à tout ressortissant américain. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. est une filiale de UBS AG. **France:** Cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de €125'726'944€69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, par cette dernière. UBS (France) S.A. est un prestataire de services d'investissement dûment agréé conformément au Code Monétaire et Financier, relevant de l'autorité de la Banque de France et de l'Autorité des Marchés Financiers. **Hong Kong:** cette publication est distribuée à la clientèle de la succursale UBS SA Hong Kong, banque au bénéfice d'une licence en vertu de la «Hong Kong Banking Ordinance» et établissement enregistré selon la «Securities and Futures Ordinance». **Indonésie:** ce document, ou cette publication, ne constitue pas une offre publique de titres conformément à la législation indonésienne applicable au marché des capitaux, notamment ses dispositions d'application. Les titres mentionnés ici n'ont pas été et ne seront pas enregistrés en vertu de la législation et des dispositions indonésiennes relatives au marché des capitaux. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 3 – Milan, banque italienne dûment agréée par la «Banque d'Italie» pour la fourniture de services financiers sous la surveillance de «Consob» et de la «Banque d'Italie». **Jersey:** la succursale UBS AG Jersey est soumise à la réglementation et est autorisée par la «Commission des Services Financiers» de Jersey pour gérer des activités bancaires, des fonds et des activités d'investissement. **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois, mais de pouvoir être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS (Luxembourg) S.A., une banque agréée sous la surveillance de la «Commission de surveillance du secteur financier» (CSSF), à laquelle ladite publication n'a pas été soumise pour approbation. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, autorisé et réglementé au Royaume-Uni par la «Financial Services Authority». Membre de la bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapore:** Pour toute question liée ou résultant de l'analyse ou du rapport, prière de contacter la succursale UBS SA Singapour, laquelle est un conseiller financier exempté selon le «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110), une banque autorisée par le «Singapore Banking Act» (Cap. 19) et une entité soumise à la supervision de la «Monetary Authority of Singapore».

Version valable dès janvier 2010.

© UBS 2010. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.

Jusqu'à ce qu'il atteigne le sommet de l'Everest, Sir Edmond Hillary n'eut pas de répit. Tout comme Tenzing Norgay. (Himalaya, 1953)



Jusqu'à ce que nous comprenions tous  
la *vraie* valeur des relations humaines ...

Où est passé le sens de l'écoute,  
fondement de toute relation ?

Quelque part, en route,  
il a disparu du radar.

Le monde a perdu le sens du dialogue.

Mais nous avons deux oreilles  
et une bouche. Pour quoi faire ?

Pour écouter davantage.

Et pour moins parler.

Chez UBS, nous écoutons plus que jamais.  
Nous écoutons les paroles.

Mais aussi les silences.

Jusqu'à ce que nous vous entendions vraiment ...

*Nous n'aurons pas de répit*



[ubs.com/nousnauronspasderepit-fr](http://ubs.com/nousnauronspasderepit-fr)