

Les risques et comment s'y préparer



Information relative à la publication

Ce rapport a été préparé par UBS SA, UBS Switzerland AG et UBS Financial Services Inc. (ci-après, conjointement, «UBS»). Veuillez prendre connaissance des informations et avertissements importants à la fin de ce document

Ce rapport a été publié le 20 août 2015.

Editeur en chef et principal auteur

Kiran Ganesh

Autres auteurs

(par ordre alphabétique)

Jerome Audran

Daniil Bargman

Chih-Chieh Chen

Dirk Effenberger

Ting Gao

Tobias Hochstrasser

Brian Rose

Christopher Swann

Costa Vayenas

Thomas Wacker

Editique

Margrit Oppliger

Gestion de projet

Joscelin Tosoni

Photo de couverture

iStock

Sommaire

- 03 **Editorial**
- 04 **Les cinq meilleurs moyens d'éviter les risques**
- 07 **La croissance économique chinoise ralentit**
- 10 **La Fed relève ses taux de manière agressive**
- 13 **L'économie américaine à bout de souffle**
- 16 **Le Grexit**
- 19 **La crise Russie-Ukraine s'intensifie**



Mark Haefele
Global Chief Investment Officer
Wealth Management

Chers lecteurs,

Il n'est pas possible pour les investisseurs d'anticiper chacun des évènements économiques, financiers ou politiques susceptibles de léser leurs portefeuilles. Mais nous tentons dans le présent article d'identifier et de quantifier les sources de risque potentielles les plus importantes pour les marchés au cours des six prochains mois, des risques dont nous parlons plus régulièrement dans notre publication mensuelle CIO Global Risk Radar.

Si nous demeurons optimistes à l'égard des perspectives de l'économie mondiale et des marchés, nous devons aussi surveiller de près plusieurs menaces potentielles. Le revirement récent du régime de taux de change en Chine prouve que les craintes du gouvernement quant à la croissance économique se sont intensifiées. Le gouvernement dispose des outils et de la détermination nécessaires pour éviter un atterrissage brutal. Il n'en demeure pas moins que le ralentissement chinois représente un risque majeur pour les marchés mondiaux.

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale s'apprête à relever ses taux pour la première fois depuis neuf ans avant la fin de l'année. Nous pensons que les tours de vis opérés par la Fed seront progressifs et n'entraîneront pas de stagnation de l'économie américaine ou d'obstacles à la trajectoire haussière des

actions américaines. Quoi qu'il en soit, nous devons rester à l'affût de tout signe révélateur d'une perte de dynamique de la première économie mondiale – surtout si l'intensification des pressions sur les prix commence à empêcher la Fed de fournir son soutien.

Les crises spécifiques aux pays – notamment en Grèce et en Russie – exigent elles aussi toute notre attention. Nous demeurons convaincus que ni l'une ni l'autre situation ne perturbera l'économie mondiale dans les prochains mois. Dans les deux cas, les tensions se sont quelque peu apaisées récemment. De nouvelles turbulences restent toutefois possibles.

Le plus important pour les investisseurs, c'est de veiller à des portefeuilles équilibrés. Aussi un portefeuille parfaitement diversifié – sur les plans géographique, des classes d'actifs, et des secteurs – est-il bien plus résistant face à de tels risques. Le présent rapport présente, quant à lui, certains des moyens les plus efficaces de créer une stratégie de placement insensible aux chocs.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Mark Haefele', written in a cursive style.

Les cinq meilleurs moyens d'éviter les risques

Nous mettons au jour cinq moyens importants grâce auxquels les investisseurs peuvent réduire les risques de leurs portefeuilles. Nous les mentionnerons au fil du présent rapport au fur et à mesure que nous discuterons de chacun des risques spécifiques.

1. Diversification mondiale

Il peut être très tentant d'investir dans ce que l'on connaît. Mais la familiarité n'a jamais été synonyme de sécurité. Si nous nous croyons plus capables de prédire l'évolution des marchés et les risques économiques de notre pays, cette impression est souvent fautive. Rares étaient les Russes qui anticipaient réellement la série d'événements qui se sont soldés par des sanctions américaines et européennes. La rapide chute des cours pétroliers a autant surpris les grands pays exportateurs de pétrole que les observateurs externes. Et l'abandon soudain du plancher du franc suisse face à l'euro en janvier a autant choqué les Suisses que le reste du monde.

En concentrant exagérément leurs actifs sur des pays ou régions individuels, les investisseurs misent par inadvertance sur le maintien de la stabilité dans ces pays ou régions. Pour éviter cela, ils doivent s'assurer que leurs actifs sont bien répartis entre les différentes régions. La diversification mondiale est le meilleur moyen d'éviter certains risques géopolitiques et spécifiques aux pays. Ceux-ci peuvent d'ailleurs survenir partout, même dans les pays ou régions considérés comme sûrs.

2. Diversification entre les classes d'actifs

Très peu d'événements, aussi catastrophiques soient-ils, sont mauvais pour toutes les classes d'actifs. Par exemple, un ralentissement de l'économie américaine peut être mauvais pour les actions américaines, mais profiterait probablement aux emprunts d'Etat du pays. De même, une dégradation majeure de la crise en Russie pourrait plomber les actions de la zone euro tout en profitant aux bénéfices de certaines entreprises énergétiques qui profitent de la hausse du prix du pétrole. Même si les investisseurs pensent qu'aucun des deux risques ne se matérialisera, il serait prudent de détenir des emprunts d'Etat et des actions de quelques sociétés énergétiques dans un même portefeuille, juste au cas où le plus mauvais scénario devait se concrétiser.

3. Diversité de l'exposition aux secteurs et aux sociétés

Certaines sociétés individuelles sont certes bon marché, bien gérées et rentables, mais des événements exceptionnels tels qu'un avion qui s'écrase ou du pétrole qui se déverse peuvent

occasionner des dommages de taille. De même, des événements systémiques tels que ceux dont nous discutons ici peuvent avoir des effets démesurés sur les sociétés ou secteurs individuels. Ces impacts se manifestent parfois de manière inattendue. Citons à cet égard les nombreuses faillites d'entreprises survenues dans le sillage de la crise américaine des subprimes.

Aussi recommandons-nous aux investisseurs de ne pas trop appuyer leurs portefeuilles sur la performance d'une société ou d'un secteur particulier. Ce principe ne doit pas être confiné aux seuls portefeuilles financiers. Du point de vue du risque, les investisseurs qui réalisent des flux de revenus privés significatifs grâce à un secteur doivent tenter de diversifier leurs portefeuilles financiers au-delà du dit secteur.

4. Couverture du risque de change

Les fluctuations de change peuvent être hautement imprévisibles et sont bien plus affectées par des facteurs variables que les autres classes d'actifs. A cause d'elles, des événements mondiaux sans relation aucune les uns avec les autres sont susceptibles d'avoir des effets majeurs sur les positions d'un portefeuille.

Prenons un investisseur basé aux Etats-Unis qui est exposé, sans aucune couverture, à des distributeurs alimentaires en France. Cet investisseur ne pense peut-être pas que la Chine représente un risque particulier pour sa position, mais des pertes significatives pourraient se concrétiser si un essoufflement économique en Chine entraînait une dépréciation du dollar américain.

Globalement, nous sommes d'avis que les fluctuations de change constituent, pour un portefeuille, un risque superflu. Dans ce contexte, les investisseurs doivent s'assurer que la monnaie de leurs actifs correspond à celle de leurs passifs.

5. Allocation tactique des actifs

Nous pouvons aussi tenter d'éviter les risques en recourant à l'allocation tactique des actifs. Elle peut contribuer à améliorer la performance d'un portefeuille à condition que nous ayons confiance dans notre évaluation des risques potentiels et de leur impact. Par exemple, nous détenons actuellement une allocation tactique sous-pondérée aux actions des marchés émergents, en partie parce que les risques que nous mentionnons dans le présent rapport pourraient les affecter.

Tableau synthétique

	Description	Positionnement
La croissance économique chinoise ralentit	Nous estimons à 60%–70% la probabilité que le PIB chinois progresse de 6%–7% cette année, ce qui permettrait d'éviter un atterrissage brutal de l'économie.	Notre conviction quant à la croissance chinoise est favorable à une exposition aux actifs à risque, avec une préférence pour les actions aux dépens des obligations de haute qualité.
La Fed relève ses taux de manière agressive	Le CIO n'attribue une probabilité que de 10%–20% à un scénario dans lequel la Fed serait forcée de relever ses taux dans une mesure nettement supérieure aux prévisions actuelles.	Un resserrement progressif par la Fed ne devrait pas être défavorable aux actions américaines et mondiales, pourvu qu'il s'accompagne d'une croissance économique américaine robuste. Il nuira en revanche aux obligations de haute qualité et à l'or.
L'économie américaine à bout de souffle	L'économie américaine devrait croître d'environ 2,3% cette année. La conjoncture s'est redressée après un premier trimestre atone. Un ralentissement plus marqué est envisageable en cas de détérioration du moral des consommateurs ou des entreprises.	Une économie américaine solide est à la base même de notre préférence pour les actions au détriment des obligations de haute qualité. Un ralentissement américain pèserait sur les actions mondiales, y compris de la zone euro – notre principale surpondération.
Le Grexit	La dernière série de négociations de la Grèce avec ses créanciers a accru les chances du pays de rester dans la zone euro. Mais nous maintenons une probabilité de 20%–30% que la Grèce devienne le premier Etat-membre à quitter l'Union monétaire. Si cela était le cas, nous pensons que la BCE prendrait les mesures nécessaires pour limiter les dommages sur les marchés.	Le CIO est surexposé aux actions de la zone euro. Or cette position serait menacée par une sortie de la Grèce à court terme. Mais sur un horizon à six mois, une intervention de la BCE permettrait à la reprise des actions de la zone euro de redémarrer.
Le conflit Russie/Ukraine s'intensifie	Nous ne tablons pas sur une amélioration dans l'immédiat du conflit entre la Russie et l'Ouest à propos de l'Ukraine, évaluant à quelque 65% la probabilité d'un statu quo des sanctions économiques actuellement en vigueur. Seule une détérioration significative de la situation représenterait une menace pour les marchés mondiaux.	Nous ne pensons pas que la crise russe affectera l'appétit pour le risque à l'échelle mondiale et donc notre préférence pour les actions. Mais cette situation pourrait changer si l'approvisionnement en pétrole ou en gaz était gravement interrompu, un scénario auquel nous n'attribuons qu'une probabilité de 5%.

Source: UBS

Pour obtenir des mises à jour régulières relatives à ces scénarios de risque, veuillez vous référer à la publication mensuelle Risk Radar.

La croissance économique chinoise ralentit



Plampicture

Perspectives à court terme

La volatilité accrue des actions chinoises et des marchés des changes est devenue la préoccupation première de nombre d'investisseurs mondiaux. La principale source d'inquiétude tient au fait qu'un effondrement des actions plomberait la demande nationale en Chine, augmentant le risque de ralentissement abrupt de la croissance économique. De même, le plongeon opéré par la monnaie est venu alimenter les craintes liées à l'état de la demande interne et à la capacité de la Chine à exporter la déflation dans le reste du monde. Ces peurs ont pesé sur les prix des matières premières, qui sont récemment tombés à un plus bas sur 13 ans. La Chine est désormais responsable de près de la moitié de la demande mondiale de métaux et assume le rôle de premier importateur mondial de pétrole brut. Son atterrissage brutal enverrait des ondes de choc dans l'ensemble de l'économie mondiale. Le pays est à l'origine d'une demande considérable en Asie et constitue la troisième destination des exportations de sociétés américaines, ayant acheté 154 milliards d'USD de biens et services l'an dernier. Nous sommes d'avis que le risque d'un net ralentissement de la croissance chinoise demeure faible pour l'instant. Les citoyens chinois sont relativement peu exposés au marché des actions et le gouvernement dispose de nombreux outils politiques capables de doper la demande en cas de besoin.

Principaux signes avant-coureurs

Les récents chiffres officiels plaident en faveur de notre scénario de base selon lequel la croissance économique chinoise restera relativement robuste. Les données économiques de juin ont surpris à la hausse, la production industrielle, les exportations et les ventes de détail se redressant encore après leur stabilisation de mai. Dopées par les mesures visant à faciliter l'accès à la propriété et par la faiblesse des taux d'intérêt, la croissance des ventes de biens immobiliers par surface au sol a augmenté pour la troisième fois consécutive à 16% en glissement annuel en juin; parallèlement, les investissements en infrastructures ont gagné 20,5% en juin sur fond de soutien accru de l'Etat au financement et de hausse des approbations de projets.

- Scénario de base: les ventes de détail augmentent de 10%–13%, la production industrielle de 6%–8% et les prix de l'immobilier diminuent de 0%–5% dans 70 villes. Le PIB progresse de 6%–7%.
- Scénario moins favorable: les ventes de détail augmentent de 7%–10%, la production industrielle de 4%–6% et les prix de l'immobilier diminuent de 5%–10% dans 70 villes. Le PIB progresse de 5%–6%.
- Scénario le plus mauvais: les ventes de détail augmentent de moins de 7%, la production industrielle de moins de 4%, les prix de l'immobilier baissent de plus de 10%. La croissance du PIB ralentit en deçà de 5%.

Scénario de base: 60–70%

Nous estimons à 60%–70% la probabilité d'une croissance de 6%–7% de l'économie chinoise cette année, contre un objectif officiel d'environ 7%. Après n'avoir progressé que de 7,4% l'an dernier, son taux le plus bas depuis 1990, le PIB devrait suivre une évolution un peu moins soutenue en raison d'une croissance inférieure des investissements, mais le gouvernement cherche à éviter un nouveau boom du crédit et une dégradation des risques financiers. Nous prévoyons une nouvelle réduction de 25 pb des taux d'intérêt et un assouplissement ciblé du crédit sur les six prochains mois, dans le but de renforcer la stabilité financière.

Scénario moins favorable: 25%

Bien que les citoyens chinois ne possèdent qu'environ 6% de leur fortune totale sous forme d'actions, l'un des risques extrêmes est que la baisse des actions n'affecte la confiance à l'égard de la croissance économique et des prix immobiliers. Un tel phénomène pourrait créer des vents contraires pour le gouvernement chinois. Même s'il dispose de tout un attirail d'outils politiques pour parer à cette faiblesse, tout coup majeur porté au sentiment alimenterait les risques de ne pas atteindre l'objectif officiel de croissance de 7%. Les limites du pouvoir du gouvernement ont récemment été mises au jour par les résultats mitigés de ses efforts pour rétablir le calme sur le marché boursier. Nous estimons à 25% la probabilité que la croissance s'inscrive entre 5% et 6%.

Plus mauvais scénario: en dessous de 10%

D'après ce scénario, le gouvernement chinois ne parviendrait pas à doper la demande en réaction à une érosion de la confiance. Nous estimons toutefois à moins de 10% la probabilité d'un atterrissage brutal chinois. Par atterrissage brutal, nous entendons une sévère contraction du crédit et/ou une forte correction du marché immobilier sur les six à douze prochains mois, ramenant la croissance du PIB de la Chine en dessous de 5%.

Impact par classes d'actifs

Actions américaines				
Actions des marchés émergents				
Obligations de haute qualité				
Crédits investment grade				
Dollar US (USD)				

Point de vue du CIO – Comment faire face au risque d'atterrissage brutal de la Chine

Le risque d'atterrissage brutal en Chine ne signifie pas que toute exposition au pays doit être évitée au sein d'un portefeuille. La Chine bénéficie de perspectives de croissance favorables à long terme: la consommation continue d'y croître fortement (les ventes de détail sont en hausse de plus de 10% en glissement annuel) et les évaluations du marché des actions ne sont pas élevées en dépit de la récente bulle. Une certaine exposition à long terme à l'Empire du Milieu est donc recommandée. Les investisseurs doivent simplement veiller à ne pas concentrer les risques.

Pour les investisseurs dans la zone Asie Pacifique, le risque d'atterrissage brutal en Chine souligne l'importance de la **diversification mondiale**. Parmi les actifs qui pâtiraient le plus selon les scénarios de base «mauvais» et «le plus mauvais», on peut probablement compter les actions asiatiques.

Pour les investisseurs dans le reste du monde, les risques liés à la Chine illustrent également l'importance de la **diversification sectorielle et des classes d'actifs**. Les marchés liés aux matières premières souffriraient dans chacun de nos scénarios défavorables et les lignes de métier liées aux matières premières pourraient sous-performer. De même, la diversification des classes d'actifs est importante au cas où un véritable «atterrissage brutal» envierait des ondes de choc à travers les marchés mondiaux. Dans un tel cas, il serait recommandé aux investisseurs de déterminer des obligations de haute qualité et investment grade dans leurs portefeuilles pour se protéger contre les replis des actions mondiales.

Alors que nous intégrons ce risque potentiel à notre processus de placement, **notre allocation tactique comprend une sous-exposition aux actions des marchés émergents**. Les Actions des marchés émergents souffriraient probablement d'un atterrissage brutal de la Chine.

La Fed relève ses taux de manière agressive



iStock

Perspectives à court terme

La Réserve fédérale américaine est une institution d'importance primordiale pour le système financier mondial et toute surprise de sa part est susceptible de faire fluctuer les marchés. Même à l'heure où la Fed s'apprête à relever ses taux d'intérêt pour la première fois depuis 2006, les marchés semblent miser sur un durcissement bien moins prononcé que celui annoncé par le gardien monétaire américain jusqu'ici. Cette disparité ouvre la porte à une surprise dans les mois à venir, une réévaluation de la politique de la Fed pouvant entraîner un envol des rendements des bons du Trésor américain. L'impact négatif de ce phénomène sur les actifs à risque dépendra largement de la vigueur des données économiques américaines au moment du tour de vis et de l'erreur de politique que fera, ou non, la Fed. Etant donné que le CIO prévoit une croissance robuste, un chômage faible, une inflation modérée et aucune erreur de la part de l'institution, notre scénario de base ne repose pas sur un rejet du risque dû à la Fed.

Principaux signes avant-coureurs

- Données inflationnistes: la mesure d'inflation préférée de la Fed est l'indice des prix à la consommation privée (PCE), lequel affiche actuellement un taux annuel de 0,3%. L'inflation sous-jacente, qui exclut les composants volatils tels que l'énergie et les produits alimentaires, est de 1,3%. La Fed peut procéder à un resserrement progressif tant que l'inflation est inférieure à son objectif officieux de 2%. Mais les hausses des taux s'accroîtront probablement si le PCE sous-jacent grimpe au-delà de 2%.
- Pressions sur les salaires: une hausse des coûts de l'emploi correspondrait à un signe précurseur d'inflation. L'indice américain du coût de l'emploi n'a progressé que de 0,2% au deuxième trimestre, la plus faible hausse de son histoire démarrée en 1982. Une accélération inattendue alimenterait le risque d'un cycle de relèvement des taux plus rapide.
- L'impact de hausses des taux plus rapides que prévu dépendra aussi des taux de croissance. Ainsi un durcissement monétaire plus rapide que prévu résultant d'une croissance supérieure – de plus de 3% – pèserait malgré tout sur les obligations de haute qualité, les actions et les obligations à haut rendement étant moins menacées dans un tel cas. La stagflation, quant à elle, pèserait sur l'intégralité des classes d'actifs.

Scénario de base: 70–80%

Nous pensons que la Fed américaine commencera à relever progressivement ses taux d'intérêt à partir de septembre. Notre anticipation des décisions de la Fed repose sur de solides perspectives économiques, tablant sur une croissance de 2,5%–3,0%, une diminution du taux de chômage, une amélioration des conditions de l'emploi, une accélération des hausses de salaire et une inflation des prix à la consommation de base proche de la cible de 2% de la Fed.

Scénario moins favorable: 10–20%

Nous estimons à 10%–20% la probabilité que la Fed surprenne les marchés par un durcissement plus sévère que prévu de sa politique. Les marchés anticipent actuellement une seule hausse de taux de 25pb d'ici à la fin de l'année. Nous misons sur des tours de vis en septembre et en décembre ainsi que sur une trajectoire plus raide que prévu des resserrements ultérieurs. Le marché anticipe actuellement un taux des fonds fédéraux d'environ 1% à la fin du quatrième trimestre 2016. Si le marché réévalue ses attentes et les aligne dans le sens des projections de mars 2015 de la Fed, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans pourrait gagner jusqu'à 75pb. Cet envol des rendements serait similaire à ceux des quatre derniers cycles.

Scénario le moins favorable: < 5%

La stagflation, soit une hausse supérieure des prix associée à une croissance au ralenti, correspondrait au scénario le moins favorable. Jusqu'ici, rares sont les signes de pressions croissantes sur les prix ou de concrétisation d'un tel cas de figure.

Impact par classes d'actifs

Actions américaines				
Actions de la zone euro				
Actions des marchés émergents				
Obligations de haute qualité				
Crédits à haut rendement				
Dollar US (USD)				

Point de vue du CIO – comment faire face à la possibilité que la Fed relève ses taux de manière agressive

Les investisseurs ne doivent pas éviter toute exposition aux actifs financiers à cause des craintes de relèvement des taux. Notre scénario de base suppose que tout dommage infligé aux entreprises par la hausse des coûts de l'emprunt sera probablement compensé par la croissance supérieure qui aura incité la Fed à relever ses taux. L'incidence nette sur les actions sera probablement minimale. De même, les obligations à haut rendement ne devraient pas souffrir au vu des écarts suffisamment importants pour absorber la hausse des rendements du Trésor.

Il existe naturellement un risque exogène qu'un relèvement particulièrement brutal des taux affecte tous les types d'actifs, les actions, le haut rendement comme les obligations de haute qualité. Une diversification appropriée des **classes d'actifs** incluant une exposition aux placements alternatifs serait un excellent moyen d'éviter les effets les plus négatifs si ce scénario à probabilité particulièrement faible se concrétisait.

Nous pensons également qu'une préparation à une certaine incertitude venant de la Fed s'accompagnera d'une concentration sur la couverture des risques de change pour tous les investisseurs. Le dollar américain est la monnaie la plus courante dans le monde des actifs financiers et pourrait se montrer volatil. Face au flou quant à la trajectoire du billet vert, nous recommandons aux investisseurs de protéger leurs portefeuilles contre cette volatilité en se couvrant dans les monnaies locales.

Notre **allocation d'actifs tactique** prévoit une position surpondérée en obligations d'entreprise ainsi qu'une sous-exposition aux obligations de haute qualité. Ce positionnement devrait selon nous se révéler favorable dans la plupart des scénarios de durcissement monétaire de la Fed.

L'économie américaine à bout de souffle



Dreamstime

Perspectives à court terme

L'économie américaine semble s'être remise de son début d'année hésitant, la croissance économique se redressant sur fond d'emploi solide. Le PIB a augmenté de 2,3% au deuxième trimestre, gagnant 0,6% au premier trimestre. De plus, un certain nombre des difficultés auxquelles l'économie fait face devraient s'atténuer. L'appréciation du dollar américain, qui a posé des problèmes aux exportateurs, semble être arrivée à son terme et la monnaie s'est récemment montrée relativement stable. Les dépenses des entreprises allouées au forage de nouveaux puits de pétrole et de gaz ont été revues à la baisse sous l'effet de la chute des prix de l'essence. Le rythme du repli devrait toutefois marquer le pas. Parallèlement, les perspectives des dépenses de consommation semblent assez robustes. Ce point de vue relatif à l'économie américaine plaide en faveur de perspectives positives pour les actifs à risque, y compris les actions et les obligations à haut rendement. Un affaiblissement des perspectives américaines pourrait saper notre confiance et serait particulièrement nuisible s'il était associé à une hausse de l'inflation.

Principaux signes avant-coureurs

- Croissance du PIB: l'économie américaine est bien partie pour afficher une croissance de 2,3% cette année, se maintenant ainsi dans la fourchette récente de 2%–3%. Une baisse à un niveau de 1%–2% sur une période prolongée serait préoccupante. Et un taux de 0%–1% nous forcerait à revoir nos points de vue de manière encore plus radicale.
- Inscriptions au chômage: elles sont restées inférieures à 300 000 pendant plus de 20 semaines consécutives. Un pic au-dessus de 325 000, s'il était durable, serait préoccupant.
- Le PMI du secteur manufacturier a été un indicateur cyclique fiable. Il est tombé à 52,7 en juillet, mais continue de pointer vers une expansion. Une chute durable en dessous de 50 points nous inciterait à remettre notre optimisme en question.

Scénario de base: 70%

L'économie américaine prend de l'élan et se montre suffisamment solide pour justifier une hausse des taux de la Fed cette année. Nous estimons à 70% la probabilité que ce scénario (ou un scénario encore meilleur) se concrétise.

Scénario moins favorable: 15%

Un cas de figure décevant comprendrait une modeste décélération à 1%–2% de la croissance du PIB. L'inflation resterait modérée, incitant la Fed à maintenir le statu quo et offrant un certain soutien politique.

Scénario le moins favorable: 15%

La probabilité d'un effritement de la croissance est d'environ 15%. Les consommateurs épargnent l'essentiel des gains liés à la baisse des prix de l'énergie et les entreprises ne sont pas suffisamment confiantes pour investir davantage. La Fed pourrait envisager un regain d'assouplissement quantitatif dans un tel scénario.

Impact par classes d'actifs

Actions américaines			
Actions de la zone euro			
Actions des marchés émergents			
Obligations de haute qualité			
Crédits à haut rendement			
Dollar US (USD)			

Point de vue du CIO – comment anticiper la probabilité d'un ralentissement américain

Les perspectives de croissance solide aux Etats-Unis constituent l'une des clés de voûte d'un positionnement favorable au risque parmi les actifs mondiaux. Une croissance américaine robuste soutient l'économie mondiale dans son ensemble. Les actions américaines sont susceptibles de continuer de s'apprécier, soutenues par des bénéfices en légère hausse. Les évaluations ne sont que légèrement supérieures aux moyennes historiques. La vigueur de la croissance limite également le risque de défaillance des entreprises, aussi sommes-nous bien disposés à l'égard des obligations à haut rendement. Les Etats-Unis sont la première économie et le premier émetteur d'actifs financiers à l'échelle mondiale. Il est important pour la plupart des investisseurs mondiaux d'être exposés à leurs actifs. Au vu de la vaste gamme diversifiée d'opportunités de placement à long terme intéressantes outre-Atlantique, les investisseurs ne doivent pas éviter toute exposition à ces actifs par peur d'un ralentissement à court terme.

Ils doivent toutefois mettre en place **une diversification appropriée au niveau des classes d'actifs**. Même si les perspectives des obligations de haute qualité sont aujourd'hui médiocres, un ralentissement de la croissance et une dégradation des perspectives inflationnistes contribueraient à les améliorer. Ces titres pourraient jouer un rôle majeur de coussin pour les portefeuilles dans le cas peu probable d'un ralentissement américain.

Une **diversification mondiale** pourrait aussi garantir aux investisseurs une exposition à des actifs en dehors des Etats-Unis. Une telle stratégie prospérera dans une certaine mesure en cas de découplage de la croissance mondiale, même s'il convient de noter que l'économie américaine tient souvent lieu de moteur important de la conjoncture mondiale.

Le Grexit



iStock

Perspectives à court terme

Les dirigeants de la zone euro ont conclu un accord en juillet en vertu duquel la Grèce resterait dans l'Union monétaire. Cette percée a ouvert la porte aux négociations relatives à un financement sur trois ans à hauteur de 86 milliards d'EUR – une solution plus durable au problème de longue date de la dette. Des signes précoces suggèrent que ces négociateurs font de réels progrès vers un plan de sauvetage complet. Toutefois, des craintes que le processus ne soit interrompu par l'instabilité politique de la Grèce subsistent. Le Premier ministre grec Alexis Tsipras fait face à une opposition populiste à certaines conditions des créanciers, et notamment avec le relèvement de l'âge de la retraite, la hausse des impôts pour les exploitants agricoles et un accord prévoyant la détention de certains actifs grecs dans un fonds de privatisation indépendant. Il existe un risque élevé d'élections hâtives en Grèce plus tard cette année. Nous estimons néanmoins que même si les négociations échouent à terme, toute contagion d'une défaillance de la Grèce ou d'une sortie de l'euro pourrait être maîtrisée au moyen de mesures décisives de la Banque centrale européenne (BCE).

Principaux signes avant-coureurs

Les principaux signes avant-coureurs relatifs à la concrétisation de ce risque seraient de nature politique et diplomatique. Tout signe d'entêtement de l'une ou l'autre des parties aux négociations renforcera les craintes sur les marchés financiers.

- ➔ Politique grecque: le Parlement grec devra se hâter d'adopter de nouvelles réformes pour assurer un troisième sauvetage. Un tel vote est susceptible d'être adopté avec le soutien des principaux partis d'opposition. Mais les investisseurs guetteront tout signe de résistance croissante ou de fragmentation.
- ➔ L'accord de l'Allemagne est également crucial. Toute indication d'un engagement faiblissant de la part de l'Allemagne serait préoccupante.
- ➔ Le creusement des écarts des obligations souveraines de la périphérie de la zone euro sera révélateur de la confiance du marché à l'égard du processus.

Scénario de base: 70–80%

Après des mois de situation précaire, l'accord de juillet montre que le Premier ministre grec est prêt à accepter presque n'importe quelles conditions pour rester dans la zone euro. Par conséquent, notre scénario de base estime à 70%–80% la probabilité qu'un accord soit signé entre la Grèce et ses créanciers, lequel permettrait à la Grèce de verser un paiement crucial de 3,6 milliards d'EUR à la BCE (peut-être avec un autre crédit-relais) le 20 août. Cependant, les négociations seront difficiles et l'actualité pourrait s'enflammer au fur et à mesure que la date butoir approche.

Scénario moins favorable: 20–30%

Les négociations pourraient encore tourner au vinaigre. La situation politique reste instable en Grèce, les électeurs étant écrasés par des années d'austérité budgétaire et de déclin économique. Le premier créancier du pays, l'Allemagne, s'est montré peu disposé à effacer la dette – une mesure que le FMI juge indispensable à terme.

Scénario le moins favorable: <5%

Nous estimons à 5% le risque que la BCE ne parvienne pas à contenir la crise sur les marchés en cas de sortie de la Grèce. Dans un tel scénario, nous entrevoyons des répercussions baissières plus importantes sur les actifs à risque dans la zone euro et à l'échelle mondiale, assorties de délais pour la reprise plus longs que ceux prévus dans notre scénario de base. Les banques de la zone euro seraient les plus affectées en raison d'une dévalorisation de leurs positions en obligations souveraines des pays périphériques et d'une hausse des coûts de financement. En cas de turbulence sur les marchés, la Fed pourrait décider de reporter son cycle de relèvement des taux.

Point de vue du CIO – comment se préparer à un éventuel Grexit?

La Grèce est une source potentielle de volatilité pour les marchés, mais nous sommes d'avis qu'elle est peu susceptible de plomber les perspectives des actions de la zone euro au cours des six prochains mois. Nous pensons que les investisseurs qui évitent la zone euro en raison de craintes à l'égard de la Grèce pourraient passer à côté d'opportunités intéressantes. La croissance économique et les bénéfices au sein de la zone ont profité de l'atonie de la monnaie, de la faiblesse des prix du pétrole et de l'assouplissement quantitatif de la BCE. Il s'agit de la plus forte surpondération de notre allocation tactique des actifs.

Naturellement, une détérioration de la situation grecque menace ce scénario. Aussi conseillons-nous aux investisseurs de se préparer en recourant aux principes de **diversification mondiale, des classes d'actifs et des secteurs**.

Si nous pensons qu'une certaine exposition à la zone euro est favorable, les investisseurs de la région doivent recourir à la **diversification mondiale** pour ne pas être surexposés aux actifs de la zone euro (en particulier aux actifs de la périphérie) en cas de crise de la Grèce.

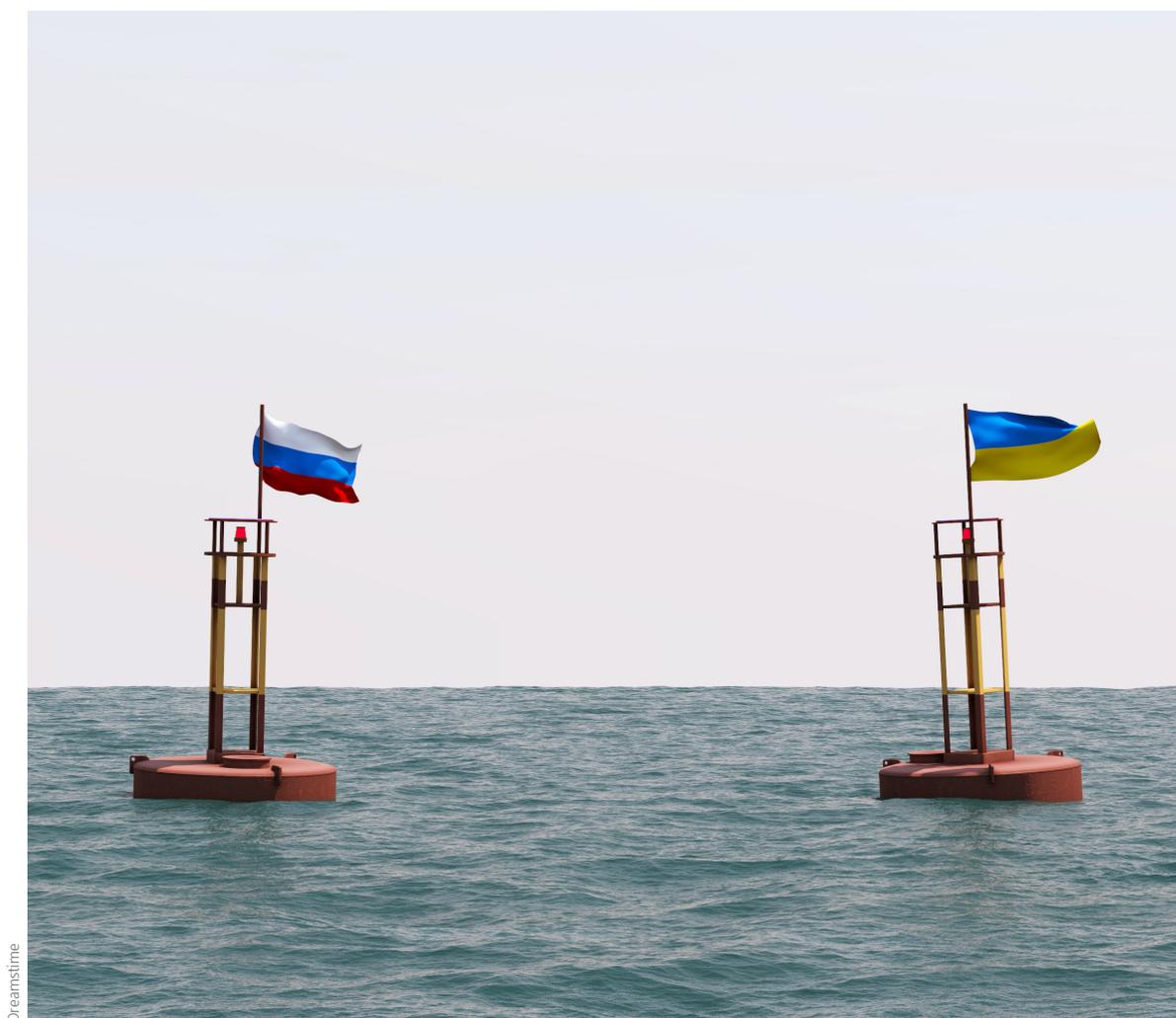
Impact par classes d'actifs

Actions de la zone euro			
Obligations de haute qualité			
Dollar US (USD)			
Euro (EUR)			
Franc suisse (CHF)			

Il est également important pour les investisseurs de faire appel à la diversification pour s'assurer qu'ils disposent de positions en obligations de haute qualité suffisamment fournies pour protéger les portefeuilles contre d'éventuels plonges des actions. En cas de Grexit, on constatera probablement une fuite vers les actifs sûrs comme les Bunds allemands et le dollar américain au fur et à mesure que les investisseurs délaissent les emprunts d'Etat risqués des pays périphériques de la zone euro tels que le Portugal et l'Italie. Une **certaine diversification sectorielle** est elle aussi nécessaire. Nous sommes optimistes à l'égard des banques de la zone euro, mais les investisseurs ne doivent pas leur être surexposés. Les banques de la zone euro seraient les plus affectées par un Grexit en raison d'une dévalorisation de leurs positions en obligations souveraines des pays périphériques et d'une hausse des coûts de financement.

Il est aussi recommandé aux investisseurs étrangers dans la zone euro de recourir à la **couverture du risque de change**. Dans le scénario le plus défavorable d'une sortie incontrôlée de la Grèce de la zone euro, la monnaie unique s'effondrerait probablement parallèlement aux actions de la zone euro. Les positions couvertes tiendraient le coup sur une base relative.

La crise Russie-Ukraine s'intensifie



Perspectives à court terme

L'affrontement entre la Russie et l'Ouest reste un risque potentiel. L'envahissement par la Russie d'une partie du territoire ukrainien a entraîné des sanctions internationales qui ont sapé le sentiment à l'égard des actifs russes. Conjointes à une baisse du prix du pétrole, la principale exportation de la Russie, ces restrictions ont aussi alimenté le risque de crise financière globale dans le pays. Quoiqu'il en soit, la Russie a su résister jusqu'ici aux pressions financières et économiques. Son marché des actions a même nettement rebondi par rapport aux planchers qu'il avait atteints pendant les périodes les plus tendues de la crise. De surcroît, le conflit de la Russie avec l'Ukraine a fait peu de vagues sur les marchés mondiaux. Selon nous, les relations entre la Russie et l'Occident ne devraient ni s'améliorer, ni se détériorer au cours des prochains mois. Toute intensification des tensions menacerait les actifs russes, mais seule une dégradation significative de la situation compromettrait notre point de vue positif sur les actions européennes.

Principaux signes avant-coureurs

Les principaux signes avant-coureurs seront politiques plutôt qu'économiques. La situation en Ukraine demeure volatile et imprévisible. L'application complète de l'accord de Minsk en 13 points conclu le 11 février (une condition préalable à la réduction des sanctions de l'UE) est loin d'être terminée. Le cessez-le-feu a initialement fait reculer les hostilités, mais des violations répétées continuent d'être observées et nombre de régions de l'est de l'Ukraine restent sous le contrôle des rebelles.

- ➔ D'après notre scénario de base, les Etats-Unis et l'Europe maintiendront les sanctions actuelles, sans les durcir davantage.
- ➔ La situation serait moins favorable si l'Ukraine choisissait d'affronter les séparatistes dans l'est du pays, lesquels ont imposé une zone sous l'influence russe. Une telle réaction pourrait provoquer des représailles russes, entraînant un durcissement des sanctions des Etats-Unis et de l'UE.
- ➔ Le scénario le plus défavorable impliquerait l'interruption de l'approvisionnement en gaz russe de l'Europe, qui s'appuie sur des gazoducs traversant l'Ukraine. Une confrontation militaire entre les Etats-Unis et la Russie est extrêmement peu probable, mais aurait des répercussions bien plus graves sur les marchés mondiaux.

Scénario de base (ou meilleur): 70%

Nous estimons à 65% la probabilité que l'instabilité actuelle se maintienne dans les six prochains mois, et à 5% la probabilité que la situation s'améliore et que les sanctions contre la Russie s'atténuent.

Scénario moins favorable: 25%

Dans le cas d'une dégradation – causée, par exemple, par une attitude plus affirmée de l'Ukraine – nous pensons que les Etats-Unis et l'Europe renforceront les sanctions – punissant ainsi davantage de sociétés russes. Un tel phénomène effacerait probablement les gains récents des actions russes, à supposer que le prix du pétrole ne change pas. Ici non plus, nous ne prévoyons pas de retombées significatives sur les marchés de la zone euro.

Scénario le moins favorable: 5%

Le scénario le plus défavorable comprendrait une interruption des exportations russes de pétrole et de gaz. Une telle évolution est peu probable car la Russie avait continué d'approvisionner l'Occident en énergie pendant la guerre froide. Dans ces conditions, les deux parties y perdraient. Mais une interruption temporaire est concevable en cas de dégradation majeure du conflit. La Russie est à l'origine d'environ 30% du gaz de l'UE. Un déficit ou une hausse des prix seraient susceptibles d'interrompre la reprise économique de l'Europe.

Impact par classes d'actifs

Actions russes			
Gaz			
Pétrole			

Point de vue du CIO – comment se préparer à une dégradation de la crise Russie-Ukraine

Une dégradation de la crise Russie-Ukraine affectant les marchés mondiaux n'interviendrait que dans notre scénario le moins favorable, dont la probabilité est selon nous de 5%. Dans nos scénarios de base, et même les moins favorables, il n'existe aucune contagion mondiale.

La crise en Russie souligne les avantages d'une diversification à l'échelle mondiale, en particulier pour les investisseurs fortement exposés à la Fédération. Malgré la volatilité des marchés russes due au conflit latent entre la Russie et l'Ukraine, les investisseurs disposant d'un portefeuille mondial élargi ne devraient pas être affectés par la crise.

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office WM sont préparées et publiées par Wealth Management et Retail & Corporate ou Wealth Management Americas, divisions de UBS AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse), de l'une de ses filiales ou de l'une de ses entreprises associées («UBS»). 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. 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 informations divulguées en rapport avec UBS. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les prix du marché indiqués dans les graphiques et tableaux de performance sont les cours de clôture de la Bourse principale concernée. L'analyse contenue dans le présent document s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations présentées dans ce document peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à tenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement mentionnés ici, à réaliser des transactions sur des instruments de placement à titre de teneur de marché ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur soit pour l'instrument de placement lui-même soit pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier auxdits émetteurs. A tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS research. 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 vers 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 passées ne sauraient préjuger de celles à venir. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. 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 fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. L'analyste/les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peut/peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et autres aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières. La fiscalité dépend des circonstances spécifiques de chacun et peut faire l'objet de modifications dans le futur. UBS ne fournit pas de conseils d'ordre juridique ou fiscal et ne fait aucune déclaration sur le régime fiscal auquel les actifs ou les rendements des placements sont soumis, de manière générale ou par rapport à la situation et aux besoins spécifiques du client. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs d'investissement individuels de chacun de nos clients, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux clients 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. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité 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. Lors de l'établissement des prévisions conjoncturelles du Chief Investment Office (CIO), les économistes CIO ont travaillé en collaboration avec des économistes employés par UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont actuelles le jour de leur publication et sont susceptibles de modifications sans préavis. Pour obtenir des informations sur la façon dont UBS CIO WM gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site www.ubs.com/research. Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

Gérants de fortune indépendants/Conseillers financiers externes: dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie à un gérant de fortune indépendant ou à un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée par le gérant de fortune indépendant ou le conseiller financier externe et qu'ils en fassent bénéficier leurs clients ou des parties tierces. **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:** 1) **Clients d'UBS Wealth Management Australia Ltd:** cet avis est émis par UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n°231127); ce document se limite à des informations d'ordre général et ne constitue pas un conseil personnel relatif à un produit financier. Ce document ne prend pas en compte les objectifs, la situation ou les besoins financiers d'une personne quelle qu'elle soit et, avant de prendre une quelconque décision d'investissement, le destinataire doit recueillir un conseil personnel sur le produit financier de la part d'un conseiller indépendant et étudier toute documentation relative à l'offre correspondante ainsi que les informations à l'usage des investisseurs. 2) **Clients d'UBS SA:** cet avis est émis par UBS SA ABN 47 088 129 613 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231087); ce document est émis et distribué par UBS SA, en dépit de toute mention contraire dans le document. Le document est destiné à une utilisation exclusive par des «clients de gros» tels que définis à la section 761G («clients de gros») de la Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). Le document ne saurait en aucun cas être mis à la disposition d'un «client de détail» tel que défini à la section 761G de la Corporations Act par UBS SA. Les services de recherche d'UBS SA ne sont accessibles qu'aux clients de gros. Le présent document n'est qu'une information générale et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière, du régime d'imposition ou des besoins spécifiques d'une personne quelle qu'elle soit. **Arabie saoudite:** la présente publication a été approuvée par UBS Saudi Arabia (une filiale d'UBS SA), une société anonyme fermée étrangement fondée dans le Royaume d'Arabie saoudite sous le numéro de registre commercial 1010257812 ayant son siège social à Tatweer Towers, Case postale 7524, Riyad 11588, Royaume d'Arabie saoudite. UBS Saudi Arabia est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers d'Arabie saoudite. **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». **Bahreïn:** UBS SA est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahreïn. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahreïn. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **Belgique:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit belge mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Belgium, succursale d'UBS (Luxembourg) SA, enregistrée auprès de la Banque Nationale de Belgique et agréée auprès de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Brazil:** préparé par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entité relevant de l'autorité de la Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc. **Dubai:** La recherche est émise par UBS AG Dubai Branch dans le DIFC. Elle 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 Dubai, 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 euros, 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 des autorités financières comme l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **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». **Inde:** distribué par UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Inde) 400051. Tél.: +912261556000. Numéros d'enregistrement SEBI: NSE (segment marché des capitaux): INB230951431, NSE (segment contrats à terme et options) INF230951431, BSE (segment marché des capitaux) INB010951437. **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. **Israël:** UBS est enregistrée en tant que «Foreign Dealer» en coopération avec UBS Wealth Management Israel Ltd, une société affiliée détenue à 100% par UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd est un Portfolio Manager disposant d'une licence qui opère également dans le marketing d'investissement et est placé sous la surveillance de l'Autorité israélienne des valeurs mobilières. Ce document ne saurait se substituer à un conseil en investissement ou un marketing d'investissement fourni par le licencié concerné et adapté à vos besoins personnels. **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». UBS Italia n'a pas pris part à l'élaboration de la présente publication ni à celle de la recherche sur les investissements ni de l'analyse financière qu'elle comporte. **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 peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS (Luxembourg) S.A., 33A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B 11142, 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. **Mexique:** le présent document a été distribué par UBS Asesores México, S.A. à capital variable, une entité qui ne fait pas partie d'UBS Grupo Financiero, S.A. à capital variable, ni d'aucun autre groupe financier mexicain et ses obligations ne sont garanties par aucun autre tiers. UBS Asesores México, S.A. à capital variable, ne garantit pas le moindre rendement. **Nouvelle-Zélande:** cet avis est distribué aux clients d'UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, par UBS Wealth Management Australia Ltd. La présente publication ou documentation vous est fournie, car vous avez indiqué envers UBS être un client certifié en tant qu'investisseur de grande envergure («wholesale investor») et/ou un investisseur qualifié («Certified Client») situé en Nouvelle-Zélande. Cette publication ou documentation n'est pas destinée aux clients non certifiés («Non-Certified Clients»), et de tels clients ne doivent pas se fonder sur les informations qu'elle contient. Si, en tant que client non certifié, vous optez néanmoins de vous fonder sur les informations contenues dans le présent document en dépit de cet avertissement, vous (i) reconnaissez par la présente que vous n'êtes pas censé(e) vous fonder sur le contenu de cette publication ou documentation, et que toute recommandation ou opinion qui y figure ne vous est pas adressée, et (ii) dans la plus grande mesure permise par la loi, (a) vous indemnez UBS et ses associés ou entités affiliées ainsi que leurs directeurs, employés, agents et conseillers respectifs (tous considérés comme des «personnes concernées») de tout dommage, perte, responsabilité et préjudice encourus ou subis par l'une quelconque de ces parties en conséquence de ou en rapport avec votre utilisation non autorisée du présent document, et (b) vous renoncez à tout droit ou recours à l'encontre de toute personne concernée pour (ou en lien avec) tout dommage, perte, responsabilité et préjudice encourus ou subis par vous en conséquence de ou en rapport avec votre utilisation non autorisée du présent document. **Pays-Bas:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit néerlandais mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Bank (Netherlands) B.V., banque agréée sous la surveillance de «De Nederlandsche Bank» (DNB) et de la «Autoriteit Financiële Markten» (AFM), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Royaume-Uni:** approuvée par UBS AG, habilitée et supervisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, UBS SA est habilitée par l'Autorité de contrôle prudentiel (Prudential Regulation Authority - PRA), réglementée par l'Autorité des pratiques financières (Financial Conduct Authority - FCA) et soumise à la réglementation limitée de l'Autorité de contrôle prudentiel. Nous fournissons sur demande les détails sur l'étendue de notre réglementation par l'autorité de contrôle prudentiel. 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». **Singapour:** pour toute question liée à 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». **Taiwan:** cette documentation est fournie conformément aux lois de Taïwan, en accord avec les clients ou à leur demande.

Version mai 2015.

© UBS 2015. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.