

# Global risk radar

## La Fed et la Chine

16 novembre 2015

### Chief Investment Office WM

**Dirk Effenberger**, strategist, dirk.effenberger@ubs.com; **Daniil Bargman**, daniil.bargman@ubs.com; **Brian Rose**, U.S. Economist; **Teck Leng Tan**, CFA, strategist, teck-leng.tan@ubs.com; **Jérôme Audran**, CFA, analyst, jerome.audran@ubs.com

Notre nouvelle série de publications du CIO aide les investisseurs à recenser et à évaluer les risques des marchés financiers dans le monde et leurs répercussions sur les placements.

### En bref

- Les horribles attentats terroristes perpétrés à Paris pourraient alimenter la volatilité du marché à court terme. Les implications à long terme dépendront d'un certain nombre de facteurs, qui sont présentés dans notre dernière CIO Note.
- Nous avons ajouté la crise en Syrie au Risk Radar même si le risque de dégradation significative affectant l'offre de pétrole ou le sentiment des investisseurs à l'égard du risque nous semble très faible au cours des six prochains mois.
- La Réserve fédérale américaine pourrait bientôt mettre un terme à la phase d'assouplissement monétaire la plus longue et la plus importante de l'histoire. Le CIO s'attend au premier relèvement des taux de la Fed en décembre et à un rythme de resserrement progressif par la suite. Nous considérons comme faible la probabilité d'un scénario dans lequel les marchés seraient surpris par l'intensité du resserrement.
- Notre évaluation des principaux risques de marché ailleurs reste inchangée, surtout notre scénario d'atterrissage brutal de la Chine et le risque qu'une dévalorisation du renminbi chinois plus importante que prévu n'affecte d'autres monnaies et actifs asiatiques.
- Dans l'ensemble, le CIO reste favorable au risque. Nous présentons des conclusions d'investissement pour chaque scénario de risque individuel.



Source: iStock

## La Fed américaine devrait resserrer ses taux

Historiquement, les répercussions sur les marchés des attentats terroristes comme les attaques à la bombe de Madrid et de Londres en 2004 et 2005 respectivement ont été de courte durée. Même dans le cas des attentats du 11 septembre 2001 sur le World Trade Center à New York, l'indice d'actions S&P 500 n'avait mis qu'environ quatre semaines à récupérer ses pertes. Il est toutefois trop tôt pour prédire les implications à long terme des attentats terroristes de la semaine dernière à Paris. Ces dernières dépendront en effet d'un certain nombre de facteurs, qui sont décrits dans notre CIO Note du 15 novembre. Du point de vue économique, on ne sait pas non plus dans quelle mesure et pour combien de temps la confiance des consommateurs en Europe

pourrait être suffisamment affectée pour provoquer un déraillement de la croissance économique dans la zone euro et au-delà. L'ampleur de la réaction militaire et de sécurité influencera elle aussi fortement l'évolution du conflit syrien (voir page 9).

Parallèlement, les investisseurs à travers la planète anticipent le début du premier cycle de resserrement de taux par la Réserve fédérale américaine depuis 2004. Alors qu'il y a un mois les marchés n'estimaient qu'à 45% la probabilité d'un durcissement monétaire en décembre, ce chiffre atteint désormais près de 70% selon les futures sur les fonds fédéraux.

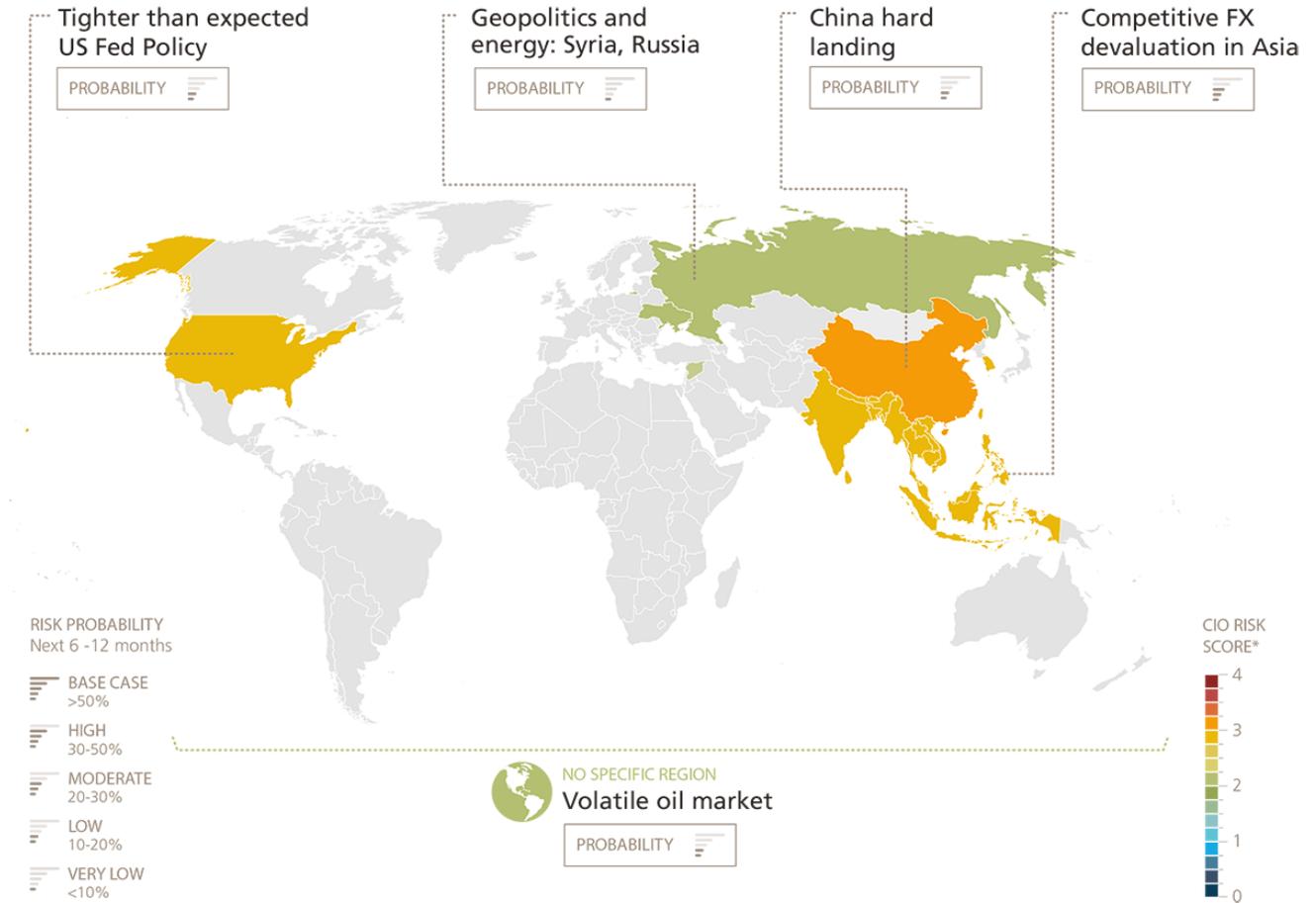
Ce qui différencie le cycle de relèvement des taux à venir des précédents, c'est qu'il est peu probable que les autres grandes banques centrales emboîtent le pas à la Fed. Citons à cet égard la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BdJ). En effet, les banques ont entamé de concert un cycle accommodant en 2008, mais elles y mettent un terme à des rythmes différents aujourd'hui. Si les effets de cette divergence sur l'économie mondiale et les marchés ne sont pas faciles à prédire, le CIO estime qu'un nouvel assouplissement de la part de la BCE et de la BdJ profitera aux actions européennes et japonaises à mesure que la Fed relèvera ses taux. Le CIO recommande une surexposition aux marchés des actions des deux régions.

En attendant, les principaux risques restent centrés sur le monde émergent et sur la Chine en particulier. Nous maintenons deux risques liés à la Chine sur notre radar, celui d'un atterrissage brutal de l'économie chinoise et celui d'une menace de dévalorisation compétitive des monnaies asiatiques menée par la Chine. Si les données relatives à la Chine se sont révélées mitigées récemment, les craintes liées à la faillite des sociétés proches du secteur de la construction nous rappellent la fragilité du marché immobilier chinois et donc de son système économique.

La Chine est aussi un bon exemple des liens directs qui existent entre plusieurs risques. Elle dispose de rapports commerciaux solides avec le reste de l'Asie, tandis que sa monnaie est étroitement liée au dollar américain (USD) et ses réserves étrangères comprennent une part importante des emprunts d'Etat américains en circulation. Aussi un repli économique en Chine pourrait-il inciter de grandes banques centrales à assouplir leur politique monétaire face à une détérioration des perspectives économiques de l'ensemble de la région asiatique. A l'inverse, une politique de la Fed plus stricte que prévu pourrait entraîner une appréciation de l'USD et, par ricochet, du yuan chinois (CNY), forçant la Chine à mettre fin à l'appréciation du dollar en cédant des volumes importants d'emprunts d'Etat américains, ce qui doperait les rendements des bons du Trésor américain.

Nous prenons note des risques venant de Chine et du monde émergent, mais restons optimistes à l'égard de la croissance mondiale et des marchés dans l'ensemble. Le CIO maintient une allocation d'actifs favorable au risque et préfère les actions aux obligations de haute qualité (voir la dernière lettre du CIO pour plus de détails).

**Carte mondiale des risques**



Source: UBS CIO. Remarque: la note de risque du CIO est une combinaison de quatre «dimensions» de risque: la probabilité (probabilité que le phénomène survienne au cours des six à douze prochains mois), l'urgence (à quelle échéance l'événement aura-t-il probablement lieu), la portée géographique (l'ampleur de la contagion financière et économique régionale/mondiale) et l'impact attendu sur le marché (dans quelle mesure les performances des classes d'actifs affectées s'écarteront du scénario de base). Chaque note peut s'inscrire entre 1 et 4, 4 étant le niveau de risque le plus élevé; la note de risque globale du CIO est la moyenne des notes des quatre dimensions de risque.

## La Fed surprend par sa rigueur

Un durcissement plus sévère que prévu de la politique de la Fed pourrait-il affecter les marchés financiers?

Le rapport d'octobre sur le marché de l'emploi américain a montré que la création d'emplois avait dépassé les attentes et que les salaires commençaient enfin à augmenter. Aussi le début du prochain cycle de relèvement des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine est-il imminent. Face à l'actualité des trois derniers mois, notre évaluation du risque d'août reste presque inchangée: nous ne pensons toujours pas qu'une réaction plus stricte que prévu de la Fed inciterait les marchés mondiaux à se détourner du risque.

Historiquement, chacun des quatre cycles de relèvement des taux de la Fed au cours des 30 dernières années (1988, 1994, 1999, 2004) a été précédé d'une envolée des rendements des bons du Trésor américain (UST). Dans le cadre du cycle actuel, il se peut que les rendements des UST aient commencé à s'ajuster fin octobre. Les effets sur les autres classes d'actifs ont été moins uniformes d'un cycle à l'autre, dépendant largement des conditions économiques entourant chaque décision de durcissement monétaire de la Fed. Lorsque les tours de vis étaient soutenus par une croissance solide et par le marché de l'emploi (comme en 2004), ils ont eu peu d'effet sur les actifs à risque. En revanche, ils ont eu tendance à porter préjudice aux actifs à risque quand ils étaient utilisés pour lutter contre l'inflation (comme en 1994).

A l'heure actuelle, la Fed, les marchés et la communauté des investisseurs semblent tous avoir décidé que le 16 décembre était la date la plus probable pour le premier tour de vis monétaire. Quoiqu'il en soit, des désaccords subsistent quant à l'aspect le plus important de la décision de durcissement de la Fed: la trajectoire des relèvements des taux. Le gardien monétaire prévoit toujours quatre à cinq hausses d'ici à fin 2016, tandis que le marché n'en anticipe que trois.

En ce qui concerne l'impact sur les marchés, si l'on peut se fier au passé et si la Fed s'en tient à ses propres projections, il se pourrait bien que la progression récente des rendements des UST soit loin d'être finie. Nous pensons toutefois que les actifs à risque ne seront fortement affectés que dans deux scénarios: si l'inflation commence soudainement à augmenter ou si la Fed fait l'erreur de relever ses taux trop rapidement. Etant donné que ces deux scénarios nous semblent peu probables, nous ne pensons pas que ce cycle de resserrement des taux s'accompagnera de pertes significatives pour les actifs à risque.

### Évolutions récentes

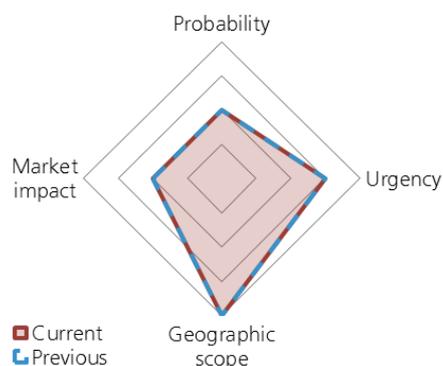
En général, les données économiques américaines se sont montrées mitigées le mois dernier: solides du côté de la consommation et du logement, mais faibles en ce qui concerne le secteur manufacturier. La croissance du PIB au troisième trimestre a fortement ralenti à 1,5%, contre un rythme solide de 3,9% au deuxième trimestre. Cependant, le rapport sur le marché de l'emploi d'octobre a révélé la création de 271 000 emplois, soit près de 100 000 de plus que prévu, alors que les salaires horaires moyens ont crû de 2,5% en glissement annuel, leur taux le plus élevé depuis 2009. C'est là un net signe que l'économie américaine se rapproche du plein emploi – la condition qu'attendait la Fed pour relever ses taux.

**Tendance**  
**Probabilité**

Stable  
Faible

### Dimensions de risque

Évaluation du CIO



Remarque: la distance à partir du centre (1-4) représente l'amplitude du risque pour la dimension concernée. L'échelle de risque du CIO correspond à la moyenne des quatre dimensions du risque.  
Source: UBS, novembre 2015

## Notre point de vue

### Scénario de base: hausses progressives des taux d'intérêt à partir de la fin de 2015

Le CIO pense que les données solides du marché de l'emploi convaincront la Fed de commencer à relever ses taux d'intérêt en décembre et de les augmenter ensuite à un rythme conforme à ses propres projections (quatre à cinq tours de vis d'ici à la fin 2016). L'inflation semble bien partie pour rester inférieure à l'objectif de 2% de la Fed pendant un certain temps encore.

### Scénario de risque: durcissement de la politique de la Fed

Un risque subsiste qu'un changement des conditions économiques ne pousse la Fed à réviser ses projections et ses décisions de politique monétaire. Une telle révision pourrait prendre la forme d'un durcissement (un resserrement surprise) ou d'un assouplissement (un assouplissement surprise). Nous n'associons pas un assouplissement surprise à un scénario de risque majeur pour deux raisons: 1) un assouplissement de la politique de la Fed est généralement positif pour les marchés et 2) ces derniers anticipent déjà un durcissement politique moins prononcé que celui de notre scénario de base, ce qui signifie qu'un assouplissement surprise aurait moins d'impact. Un resserrement surprise, en revanche, pourrait porter atteinte aux marchés en fonction des conditions économiques dans lesquelles il a lieu et de l'adéquation de la réaction politique de la Fed à ces conditions.

Selon les indicateurs économiques les plus récents, il est peu probable que la politique monétaire de la Fed soit plus stricte que prévu au cours des six prochains mois, c'est-à-dire que la Fed relève ses taux une fois de plus que ses projections actuelles. Un resserrement surprise serait plus défavorable aux marchés s'il était dicté par l'inflation que s'il était le fait d'une croissance supérieure aux attentes. Quoi qu'il en soit, étant donné le statut actuel des économies américaine et mondiale, nous demeurons convaincus qu'un resserrement surprise basé sur une croissance supérieure aux attentes est un scénario de risque nettement plus probable. De plus, même si une hausse de la croissance pousse la Fed à relever ses taux davantage que ce qu'elle prévoit actuellement, nous pensons que la nouvelle trajectoire de durcissement sera justifiée par les nouveaux chiffres et ne prévoyons pas d'erreur de la Fed qui exposerait les actifs à risque à de fortes pertes.

### Effets sur les classes d'actifs

Un cycle de relèvement des taux soutenu par une croissance solide ne devrait pas menacer les classes d'actifs les plus risquées, telles que les actions. De surcroît, dans le segment obligataire, les fondamentaux économiques robustes ont tendance à permettre aux écarts de crédit des obligations risquées d'absorber l'impact défavorable de la hausse des rendements de référence. Historiquement, la classe d'actifs qui a tendance à souffrir le plus est celle des obligations de haute qualité. Généralement, les obligations à haut rendement dépassent les emprunts mieux notés des marchés émergents et ceux des marchés émergents libellés en monnaie forte.

### Conclusions

- Notre allocation d'actifs tactique actuelle reflète le scénario de hausse des taux en décembre, suivie d'un resserrement progressif sur fond de croissance économique solide.
- Nous sommes également d'avis que pour se préparer à l'incertitude entourant les mesures prises par la Fed, tous les investisseurs devraient se concentrer sur la couverture du

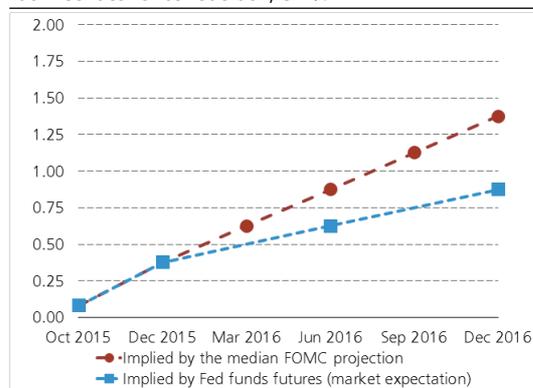
### Impact par classes d'actifs

Le tableau illustre l'impact attendu du scénario de risque sur différentes classes d'actifs sélectionnées, si le scénario se concrétise: impact positif (vert), négatif (rouge) ou neutre (bleu).

US equities	
Eurozone equities	
Emerging market equities	
High-grade bonds	
High yield credit	
US dollar (USD)	

### Trajectoire escomptée du cycle de resserrement des taux de la Fed à venir

Taux réel des fonds fédéraux, en %



Source: UBS, Bloomberg, au 13 novembre 2015

### Dates importantes

- **25 nov. 2015:** Dépenses de consommation de base des ménages américains
- **1er déc. 2015:** Sondages économiques avancés américains (PMI)
- **4 déc. 2015:** Données de novembre sur le marché de l'emploi américain
- **15 déc. 2015:** Dépenses de consommation des ménages américains
- **16 déc. 2015:** Réunion du FOMC (première hausse des taux escomptée)

risque de change. Le dollar américain, la monnaie la plus utilisée pour les actifs financiers, pourrait devenir volatil. Il est recommandé aux investisseurs d'éviter cette volatilité au sein de leurs portefeuilles en l'immunisant contre le risque de change dans les monnaies locales.

## Atterrissage brutal de la Chine

Les marchés chinois de l'immobilier résidentiel et du crédit vont-ils s'effondrer et freiner brusquement l'économie ?

### Evolutions récentes

Les données macroéconomiques en provenance de Chine ne se sont pas améliorées depuis le mois dernier. Certains domaines tels que les réserves de change semblent plus stables, mais d'autres comme le logement et les prix à la production demeurent très faibles. En ce qui concerne les échanges commerciaux, les exportations se sont encore contractées en octobre face à la faiblesse de la demande externe, mais les mesures prospectives laissent entrevoir un potentiel d'amélioration. Parallèlement, la demande d'importations reste très timide, reflétant l'effondrement en cours du secteur manufacturier et des investissements. Les flux de capitaux semblent se stabiliser étant donné que les réserves de change officielles ont augmenté, contre toute attente, en octobre. Le rapide retour à la stabilité est dû en partie à l'importance des excédents commerciaux et en partie au durcissement des contrôles de l'accès aux monnaies étrangères. Le yuan (CNY) pourrait toutefois faire l'objet d'accès de faiblesse périodiques. Le 23 octobre, l'atonie des données a incité les autorités à diminuer une fois de plus le ratio des exigences de fonds propres et les taux d'intérêt ainsi qu'à supprimer le plafond des dépôts afin de promouvoir la concurrence au niveau des fonds en dépôt. Les données d'octobre ont néanmoins reflété un affaiblissement continu de l'économie chinoise, situation qui appelle un nouveau soutien politique.

### Notre point de vue

#### Scénario de base: la croissance chinoise ralentit légèrement

Dans les six prochains mois, nous estimons à 50% la probabilité d'une croissance économique réelle de 6% - 7% ainsi qu'à 30% - 40% celle d'une croissance de 5% - 6%. Nous anticipons un nouveau ralentissement du PIB dicté par les investissements, qui devrait toutefois être relativement lent au vu du soutien politique fourni par les autorités. Ce soutien devrait être davantage budgétaire que monétaire d'ici à la fin de l'année.

#### Scénario de risque: atterrissage brutal en Chine

Nous estimons à 10%-20% la probabilité d'un atterrissage brutal – soit une croissance du PIB réel de moins de 5% pendant plus de deux trimestres – en Chine au cours des six prochains mois. Nous estimons en outre à 20% la probabilité d'une dépréciation d'au moins 10% du CNY face à l'USD en réaction aux efforts des autorités chinoises visant à empêcher un atterrissage brutal (voir p. 6). Au vu de l'importance systémique de la Chine en tant que consommatrice de masse de matières premières et de biens manufacturés, une forte correction économique du pays entraînerait de graves problèmes dans toute l'Asie et dans les pays exportateurs de matières premières. D'autres économies et marchés subiraient des pertes liées à leur exposition économique et financière à l'ensemble du monde émergent. Les actions chuteraient dans ce scénario, notamment dans les marchés émergents et en Asie, alors que les obligations de qualité et l'USD gagneraient du terrain.

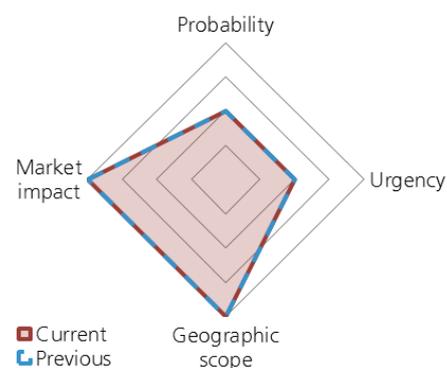
### Conclusions

- Pour les investisseurs de la zone Asie Pacifique, le risque d'un atterrissage brutal en Chine souligne l'importance d'une diversification mondiale.
- Parmi les actions asiatiques, nous sommes sous-exposés à la Malaisie et la Thaïlande.

**Tendance** Stable  
**Probabilité** Faible

### Dimensions de risque

Evaluation du CIO



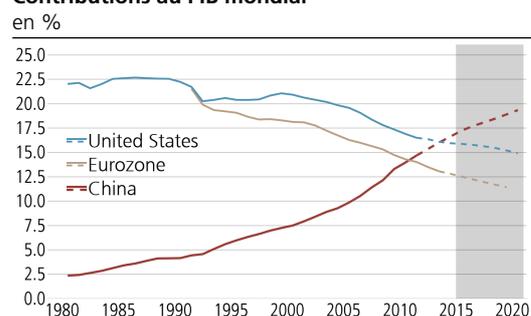
Remarque: la distance à partir du centre (1-4) représente l'amplitude du risque pour la dimension concernée. L'échelle de risque du CIO correspond à la moyenne des quatre dimensions du risque.  
Source: UBS, novembre 2015

### Impact par classes d'actifs

Le tableau illustre l'impact attendu du scénario de risque sur différentes classes d'actifs sélectionnées, si le scénario se concrétise: impact positif (vert), négatif (rouge) ou neutre (bleu).

US equities	Blue
Emerging market equities	Red
High-grade bonds	Green
Investment grade credit	Green
US dollar (USD)	Green

### Contributions au PIB mondial



Source: FMI, Macrobond, UBS, novembre 2015

### Dates importantes

- **18 nov. 2015:** Prix immobiliers chinois – 70 moyennes et grandes villes
- **27 nov. 2015:** Bénéfices industriels chinois
- **1er déc. 2015:** PMI chinois
- **7 déc. 2015:** Réserves de change chinoises
- **9 déc. 2015:** Inflation chinois

- Nous préférons profiter du cycle d'assouplissement de la politique chinoise au moyen d'obligations à haut rendement asiatiques étant donné que les émetteurs chinois à haut rendement seront probablement exposés à des risques de refinancement moindres.
- Nous restons neutres à l'égard des actions chinoises.

## Dévaluation monétaire compétitive en Asie

Une nouvelle baisse du yuan chinois affecterait-elle les autres classes d'actifs ?

### Evolutions récentes

L'USD/CNY s'est stabilisé ces derniers mois suite à la dévalorisation surprise initiale à la mi-août. Nous pensons que la paire de devises renouera bientôt avec une tendance haussière à mesure que la Réserve fédérale américaine se rapproche d'un relèvement de ses taux d'intérêt et que l'économie chinoise ralentit plus encore. Nous surveillons les conditions économiques et financières de la Chine afin de détecter tout signe de nouvelle dévaluation inattendue de la monnaie.

### Notre point de vue

#### Scénario de base: repli proche de 5% des monnaies de l'APAC

Puisque l'économie chinoise ralentira l'an prochain et que le besoin de nouvelles impulsions grandira, le CNY devrait perdre du terrain face à l'USD (6,5 pour l'USD/CNY à six mois contre 6,35 aujourd'hui). Un CNY nettement plus faible causerait plus de problèmes en matière de politique monétaire qu'il n'entraînerait d'avantages, à notre avis. Autrement dit, le taux de change n'est pas la voie première pour redresser l'économie. Pour les autres monnaies de l'APAC, nous misons sur une baisse moyenne d'environ 6%. L'essoufflement de la croissance et le bas niveau du niveau de l'inflation contribuent au maintien d'une politique monétaire accommodante dans la région, ce qui n'est pas le cas outre-Atlantique.

#### Scénario de risque: le CNY glisse de 10% face au risque grandissant d'atterrissage brutal de la Chine

Les problèmes du marché chinois de l'immobilier résidentiel pourraient s'aggraver et s'étendre au secteur des services, renforçant la probabilité d'un atterrissage brutal (voir section séparée sur l'atterrissage brutal de la Chine). Dans un tel contexte, les avantages d'un affaiblissement plus prononcé de la monnaie dépasseraient les coûts – une baisse massive des réserves de change et un resserrement local des liquidités. Etant donné la taille de l'économie chinoise et l'envolée du crédit au secteur privé dans la région, la plupart des économies de l'APAC faibliraient considérablement. Confrontées à des perspectives de croissance médiocres et à des sorties de fonds rapides, les banques centrales de la région n'auraient guère d'autre choix que de laisser leurs monnaies glisser. Nous estimons à 20% la probabilité d'un tel scénario.

### Conclusions

Un nouveau repli des monnaies d'Asie peut affecter les classes d'actifs de différentes manières. Par exemple, les chiffres d'affaires et les bénéfices des sociétés des marchés développés exportant vers la région souffriraient.

Les pays qui dévaluent leurs monnaies voient rapidement les charges sur leur dette externe (libellée en USD) s'alourdir. Une telle réaction en chaîne a été à l'origine de la crise financière asiatique de 1997. Bien que les besoins de financement externe de l'Asie en pourcentage des réserves de change soient globalement bien inférieurs à ce qu'ils étaient à l'époque, l'exposition de certains pays comme la Malaisie et l'Indonésie à la dette externe demeure relativement élevée.

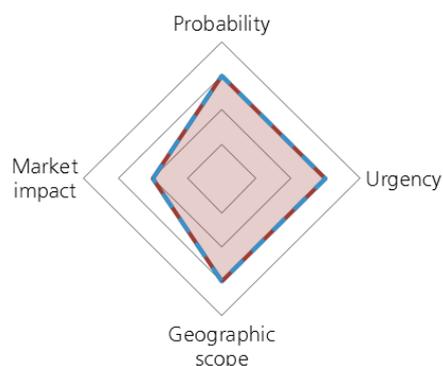
Sur la base des trois segments de risque de change identifiés dans notre Risk Radar d'octobre, nous estimons qu'une position longue sur l'USD/CNY conjuguée à des positions longue sur l'USD/TWD et courte sur

**Tendance**  
**Probabilité**

Stable  
Modéré

### Dimensions de risque

Evaluation du CIO



Remarque: la distance à partir du centre (1-4) représente l'amplitude du risque pour la dimension concernée. L'échelle de risque du CIO correspond à la moyenne des quatre dimensions du risque.

Source : UBS, novembre 2015

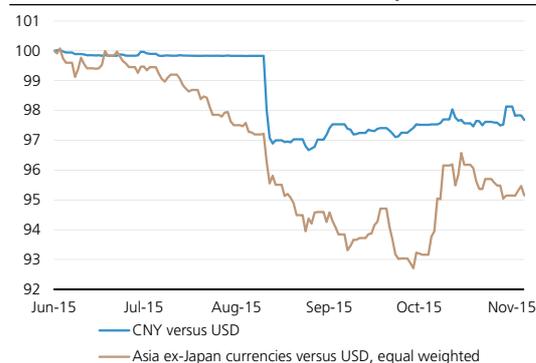
### Impact par classes d'actifs

Le tableau illustre l'impact attendu du scénario de risque sur différentes classes d'actifs sélectionnées, si le scénario se concrétise: impact positif (vert), négatif (rouge) ou neutre (bleu).

US equities	Blue	Green	Red
Eurozone equities	Blue	Green	Red
Emerging market equities	Blue	Green	Red
High-grade bonds	Blue	Green	Red
US dollar (USD)	Blue	Green	Red

### Dévalorisation du yuan chinois et monnaies asiatiques

Valeurs en USD réindexées sur 100 au 1er juin 2015



Source: Bloomberg, UBS, au 5 novembre 2015

### Dates importantes

- **1er déc. 2015:** Sondages économiques avancés chinois (PMI)
- **7 déc. 2015:** Réserves de change chinoises
- **16 déc. 2015:** Décision de la Fed relative au relèvement des taux

l'AUD/RUB offre une certaine protection contre ce scénario de risque (voir «Monnaies des marchés émergents: les transactions de change bénéficieront du risque de dévalorisation du CNY» du 6 novembre pour plus de détails).

Dans l'ensemble, nous pensons que les actifs à risque souffriront plus en Asie qu'ailleurs. Aussi une diversification mondiale est-elle essentielle.

## Un marché du pétrole volatil

Quelle est la probabilité que les cours pétroliers fassent l'objet de fortes fluctuations dans les mois à venir?

### Evolutions récentes

Après que les prix du pétrole brut sont tombés d'environ 110 USD/baril en juin 2014 à moins de 50 USD/baril aujourd'hui (Brent), la suroffre persiste et les prix n'ont pas encore renoué avec les niveaux plus durables de 70-80 USD/baril. A ces niveaux, les coûts d'extraction des producteurs ayant recours à des technologies sophistiquées seraient couverts, tandis que les risques géopolitiques au sein des économies émergentes exportatrices de pétrole reculeraient. Récemment, des ajustements de l'offre hors OPEP deviennent apparents. Des signes grandissants indiquent que la production américaine de brut a atteint son zénith en avril et plafonne depuis. Quoi qu'il en soit, les craintes quant à une suroffre persistante et au ralentissement de la croissance de la demande venant de Chine ont contrebalancé les signaux de baisse de la production, maintenant les prix à leurs faibles niveaux jusqu'à nouvel ordre.

### Notre point de vue

#### Notre scénario de base: les prix du pétrole devraient rester globalement stables sur un horizon à trois mois

Nous misons sur une hausse du brut sur les six à douze prochains mois, le Brent atteignant probablement 72 USD le baril d'ici à un an. Le marché reste en situation excédentaire au rythme de 1 mbpj au second semestre 2015, ce qui devrait plafonner tout rebond des prix sur trois mois. Mais la baisse de l'offre hors OPEP et la hausse de la demande de 1,3 mbpj l'an prochain devraient supprimer cet excédent au second semestre 2016.

#### Notre scénario de risque: fortes fluctuations des cours pétroliers

Nous estimons à 20% la probabilité que les prix du Brent tombent en dessous de 40 USD/baril et à 15% celle qu'ils grimpent au-dessus de 85 USD/baril et se maintiennent au-delà d'un tel niveau pendant plus de six mois. Une envolée des prix pourrait découler d'une déstabilisation de certains pays exportateurs de pétrole sur fond de prix actuellement faibles, entraînant de nouvelles interruptions de la production. De surcroît, la production de brut américain pourrait se contracter de manière plus prononcée que ne l'ont prévu les grandes agences énergétiques. Les événements géopolitiques pourraient également s'aggraver (p. ex. conflit en Syrie). De nouveaux gains d'efficacité et réductions de coûts susceptibles de profiter à la production américaine de pétrole de schiste pourraient se traduire par des risques baissiers pour les prix du pétrole. De surcroît, un affaiblissement de la demande de pétrole en Asie émergente ou une envolée de la production de brut de l'OPEP contribueraient au maintien de la suroffre sur le marché du pétrole et retarderaient la reprise des cours que nous attendons.

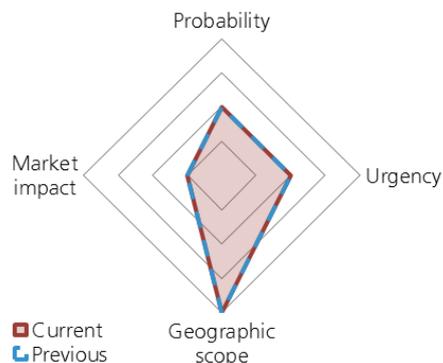
### Conclusions

- Les risques baissiers qui menacent les prix à court terme, les coûts des reports de position et la volatilité accrue sont autant de facteurs peu compatibles avec des positions tactiques longues sur le pétrole, en dépit du potentiel de reprise des prix au cours des six à douze prochains mois.
- Dans le secteur mondial de l'énergie, les évaluations boursières sont devenues attrayantes après la nette sous-performance sectorielle. Un plongeon des bénéfices en 2015 est largement anticipé, selon nous.

**Tendance** Stable  
**Probabilité** Faible

### Dimensions de risque

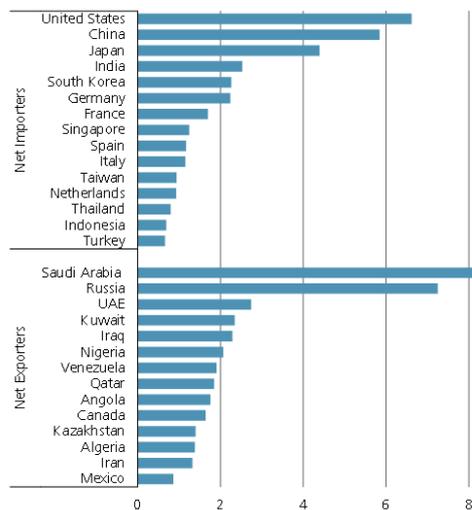
Evaluation du CIO



Remarque: la distance à partir du centre (1-4) représente l'amplitude du risque pour la dimension concernée. L'échelle de risque du CIO correspond à la moyenne des quatre dimensions du risque.  
Source: UBS, novembre 2015

### Principaux exportateurs/importateurs mondiaux de pétrole

valeurs en mbpj



Source: AIE, UBS, août 2015

### Dates importantes

- **30 nov. 2015:** Offre et demande de pétrole aux Etats-Unis en septembre
- **4 déc. 2015:** Réunion de l'OPEP à Vienne
- **11 déc. 2015:** Rapport de l'AIE sur le marché du pétrole, comprenant les données mondiales sur l'offre et la demande

## Géopolitique et énergie: Syrie, Ukraine

Brève description des scénarios de risque

### Evolutions récentes

En Ukraine, la situation demeure volatile et imprévisible. Des groupes séparatistes ont récemment repoussé à l'année prochaine les élections prévues à Donetsk et Luhansk, un signe de détente des tensions étant donné que les élections sont considérées comme illégales par les autorités ukrainiennes. Le cessez-le-feu a été respecté depuis début septembre, incitant les parties opposées à prolonger le retrait des armes plus légères. Quoi qu'il en soit, l'OSCE a récemment annoncé une forte multiplication des coups de feu près de l'aéroport de Donetsk. 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 et des Etats-Unis) est loin d'être terminée.

En Syrie, le conflit a gagné en importance et en complexité pour les investisseurs maintenant que les troupes russes et américaines sont présentes. Depuis que la Russie a démarré sa frappe aérienne le 30 septembre, les médias ont annoncé qu'elle avait bombardé non seulement des positions de l'Etat islamique, mais aussi des groupes rebelles assistés par l'Occident, renforçant ainsi le gouvernement de Bashar al-Assad. Le 30 octobre, les Etats-Unis ont décidé de déployer des troupes d'opérations spéciales dans le nord de la Syrie afin «de former, de conseiller et d'aider» les groupes rebelles dans leur lutte contre l'Etat islamique. Ce déploiement correspond à un revirement important de la politique américaine, car il diffère de l'objectif consistant à retirer les troupes de l'oncle Sam du Moyen-Orient. Nous pensons que les Etats-Unis cherchent à renforcer les forces d'opposition modérées et à exercer des pressions sur toutes les parties pour trouver une résolution politique. Enfin, les forces militaires américaines et russes ont signé un protocole d'accord qui définit les procédures fondamentales de sécurité aérienne en vigueur dans le ciel syrien, diminuant ainsi le risque d'incidents à cet endroit.

### Notre point de vue

#### Scénario de base

**Ukraine:** d'après notre scénario de base, les sanctions ne seront pas levées au cours des six prochains mois et l'UE prolongera très probablement celles arrivant à expiration au 31 janvier 2016 lors de son sommet de décembre.

**Syrie:** au cours des six prochains mois, nous ne pensons pas que la crise se transformera en conflit régional plus vaste entre Etats chiites et sunnites, lequel pourrait entraîner un choc significatif de l'offre d'énergie. Un tel conflit serait très onéreux pour toutes les parties, aussi bien en pertes humaines que d'un point de vue économique. De plus, l'objectif commun de défaite de l'Etat islamique est suffisamment motivant pour inciter la Russie et l'Occident à coopérer étant donné qu'une telle défaite pourrait calmer les hostilités en Syrie et la crise des réfugiés en Europe.

#### Scénario de risque

Nous considérons comme très faible la probabilité d'un scénario dans lequel:

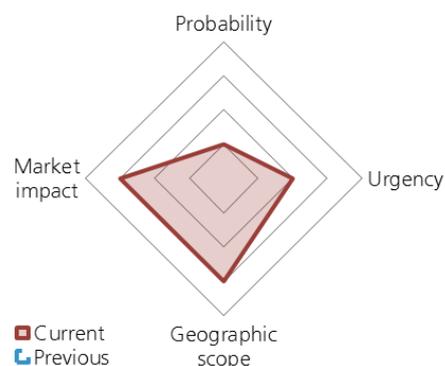
a) la Russie déciderait d'arrêter d'approvisionner l'UE en pétrole et/ou en gaz pour riposter si les sanctions étaient renforcées ou si d'autres mesures étaient prises par l'Union à l'encontre de la Russie ; et/ou b) le conflit en Syrie se transformerait en conflit régional entre Etat chiites

**Tendance  
Probabilité**

Stable  
Très faible

### Dimensions de risque

Evaluation du CIO



Remarque: la distance à partir du centre (1-4) représente l'amplitude du risque pour la dimension concernée. L'échelle de risque du CIO correspond à la moyenne des quatre dimensions du risque.  
Source: UBS, novembre 2015

### Impact par classes d'actifs

Le tableau illustre l'impact attendu du scénario de risque sur différentes classes d'actifs sélectionnées, si le scénario se concrétise: impact positif (vert), négatif (rouge) ou neutre (bleu).

Gas	<span style="color: green;">■</span>
Oil	<span style="color: green;">■</span>

GRR\_CHART1

### Dates importantes

- **17 déc. 2015:** Réunion du Conseil européen ; décision de renouveler ou non les sanctions à l'encontre de la Russie
- **1er fév. 2016:** Début des élections dans les «républiques populaires» de Donetsk et de Luhansk

et sunnites avec son potentiel d'interruption de l'approvisionnement mondial en pétrole.

### **Conclusions**

Bien que peu probable au cours des six prochains mois, toute dégradation significative et durable du conflit syrien et/ou ukrainien entraînerait une hausse temporaire de l'aversion mondiale pour le risque et des primes de risque, exerçant des pressions accrues sur les actifs des marchés émergents. Des pays comme la Russie et la Turquie souffriraient probablement plus que d'autres. Une interruption prolongée de l'approvisionnement en énergie – bien qu'également improbable au cours des six prochains mois – se traduirait sans doute par une vague de ventes plus importante et par des pics prononcés des prix de l'énergie. Un conflit régional entre Etats chiites et sunnites aurait selon nous les effets les plus néfastes sur les marchés financiers mondiaux, en fonction de l'ampleur et de la durée de toute interruption potentielle de l'approvisionnement en pétrole et de ses implications pour la dynamique de croissance mondiale.

## Disclaimer

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](http://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 ou 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 étrangère fondée dans le Royaume d'Arabie saoudite sous le numéro de registre commercial 1010257812 ayant son siège social à Tatweer Towers, Case postale 75724, 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». **Bahrein:** 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 Bahrein. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahrein. 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 des marchés financiers (FSMA), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. Brésil: 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 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 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 la «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 prétention 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 prétention 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:** approuvé par UBS AG, habilité et supervisé 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 05/2015.

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