

UBS House View

Investor's Guide

Mai 2016

Global
Chief Investment Office WM



Relever le défi des taux
négatifs

p. 4

UBS House View

Mark Haefele,
Global Chief Investment Officer
Wealth Management

Gestion du produit

Marianne Bolt, Joscelin Tosoni
ubs-cio-wm@ubs.com

Mise en page

CIO Digital & Print Publishing
UBS Switzerland AG

Photo en couverture

plainpicture/Aurora Photos/Kennet Havgaard

03	Préférences tactiques	20	Idées d'investissement
04	Monthly Letter		Thèmes d'investissement préférés
10	En bref		Idées d'investissement
11	Prévisions principales	25	Informations légales importantes
12	Perspectives économiques globales		
14	Aperçu des classes d'actifs		
	Actions		
	Obligations		
	Matières premières et placements alternatifs		
	Monnaies		

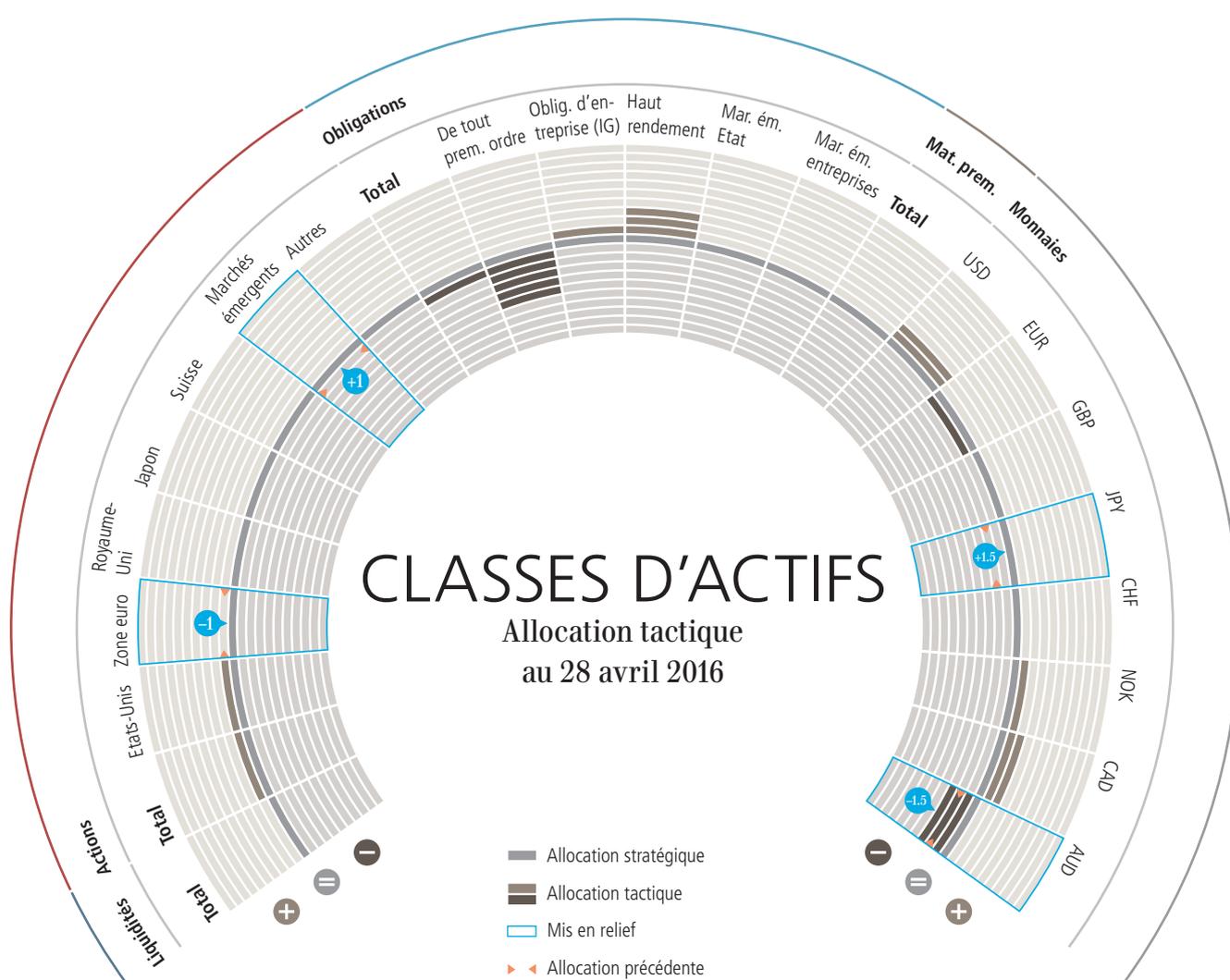
Nos surpondérations modérées en actions américaines et en obligations à haut rendement libellées en euros sont confortées par la croissance mondiale et les politiques monétaires accommodantes.

Ce mois-ci

Nous surpondérons toujours les obligations d'entreprises européennes à haut rendement par rapport aux obligations de premier ordre.

Nous ramenons en terrain neutre notre exposition aux actions de la zone euro, jusqu'ici surpondérées au détriment des actions émergentes.

Nous sous-pondérons l'AUD au détriment de l'USD. Nous ne croyons pas à la pérennité de la récente reprise de l'économie australienne.



+ Surpondération: recommandation tactique de détenir davantage de la classe d'actifs que spécifié dans l'allocation d'actifs stratégique

= Pondération neutre: recommandation tactique de détenir la classe d'actifs conformément à sa pondération dans l'allocation d'actifs stratégique

- Sous-pondération: recommandation tactique de détenir moins de la classe d'actifs que spécifié dans l'allocation d'actifs stratégique

Relever le défi des taux négatifs

Taux négatifs

Les marchés des actions ont bien réagi aux mesures d'assouplissement quantitatif. Les investisseurs se sont en revanche montrés plus sceptiques à l'égard des taux négatifs, craignant que des conséquences indésirables n'annihilent les effets positifs.

Une situation durable

Les taux devraient rester faibles, voire négatifs dans de nombreuses régions du monde. Cela rendra les obligations de haute qualité encore moins attrayantes ces prochaines années.

Concepts de placement

Certains concepts de placement alternatifs, introduits par des institutions telles que les hedge funds ou les fonds de dotation, peuvent être appliqués par les investisseurs privés pour les aider à atteindre leurs objectifs dans cet environnement de faible rendement.

Allocation d'actifs

Nous liquidons notre sous-pondération des actions des marchés émergents par rapport à leurs consœurs de la zone euro. Nous mettons par ailleurs fin à la sous-pondération du yen japonais et prenons une position sous-pondérée sur le dollar australien.



Mark Haefele
Global Chief Investment Officer
Wealth Management

 **Suivez-moi sur LinkedIn**
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)

Des taux négatifs au Danemark signifient que certaines personnes perçoivent des versements d'intérêts hypothécaires de la part de leur banque. Certains cantons suisses demandent à leurs résidents de ne pas s'acquitter de leurs impôts mensuellement. Et au Japon, les particuliers commencent à installer des coffres-forts à domicile par crainte de devoir payer des intérêts sur leurs dépôts bancaires. Quoi qu'il en soit, on retiendra de cette période plus que quelques faits anecdotiques.

La décision inattendue de la Banque du Japon (BoJ) d'abaisser les taux en dessous de zéro a ravivé la crainte que les banques centrales ne soient à court d'idées pour stimuler la croissance et l'inflation. Bien que les banques centrales en Europe aient déjà emprunté cette voie par le passé, l'initiative a donné l'impression au marché que les décideurs, après plus de cinq ans d'assouplissement quantitatif, éprouvaient un sentiment de désespoir, voire d'impuissance. Les investisseurs ne sont plus seulement préoccupés par la persistance d'une faible croissance; ils s'inquiètent également des effets potentiels des taux négatifs sur la stabilité financière.

Au cours des mois et des années à venir, la politique de taux d'intérêt négatifs constituera à la fois un danger majeur et une opportunité à saisir pour les investisseurs. Les perspectives à court terme

seront déterminées par le succès ou l'échec de ces mesures non conventionnelles pour raviver la croissance, et les hypothèses de rendement à long terme évoluent au fur et à mesure que les marchés estiment de plus en plus probable que les taux restent durablement bas, voire négatifs.

Dans nos modèles d'allocation d'actifs stratégique (SAA), qui ont un horizon temporel de cinq ans ou plus, la baisse des rendements sur toute la courbe des échéances indique une détérioration des perspectives, qui étaient déjà moroses à long terme pour les obligations de haute qualité. Les hedge funds devraient dégager des rendements plus élevés à long terme avec un surcroît de risque limité. Nous diversifions nos positions obligataires sur un plus large éventail de régimes monétaires afin d'atténuer les risques pour le portefeuille résultant des nouvelles politiques expérimentales adoptées par les banques centrales.

Des concepts de placement alternatifs peuvent aider les investisseurs à trouver de meilleurs rendements sans prendre de risques inacceptables, un défi plus délicat à relever dans un environnement de taux négatifs. Ces concepts peuvent: a) permettre aux investisseurs de s'exposer aux actions sur des marchés normaux, mais de réduire fortement les allocations lorsque nous jugeons les risques élevés;

b) permettre aux investisseurs de bénéficier de primes d'illiquidité; et c) exploiter tout l'univers du revenu fixe pour offrir aux investisseurs obligataires des rendements plus élevés.

Une réponse intelligente au paradoxe des taux négatifs déterminera largement le succès de l'investissement dans les années à venir.

L'assouplissement quantitatif a été bien accueilli par les marchés. Les taux négatifs ont suscité davantage de scepticisme.

Des réactions inattendues

Les marchés ont réagi favorablement à l'assouplissement quantitatif lorsqu'il a été mis en place pour la première fois par la Réserve fédérale américaine durant la crise mondiale. L'introduction de taux négatifs en 2014 par la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque nationale suisse (BNS) n'a guère ému non plus les marchés financiers. En revanche, la surprise créée par la Banque du Japon en ramenant les taux en dessous de zéro en janvier dénote un revirement de la réaction historique du marché face à la politique des banques centrales.

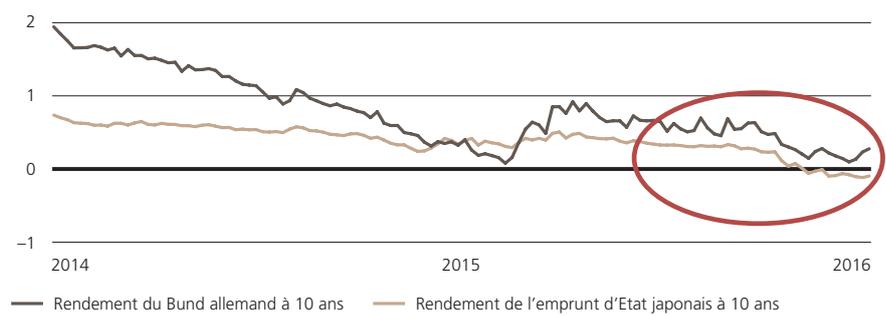
Généralement bien accueillie par les marchés d'actions, la réduction des taux a provoqué un net repli des titres bancaires japonais. Cette réaction s'est répétée en mars lorsque les valeurs financières de la zone euro ont baissé après que la BCE a ramené les taux en territoire encore plus négatif. Cela témoigne d'une inquiétude croissante quant à l'impact des taux d'intérêt négatifs sur la rentabilité des banques. Des rendements inférieurs à long terme soulèvent désormais aussi des questions concernant la santé des secteurs de l'assurance et des caisses de pension, qui pourraient devoir prendre des risques excessifs pour honorer leurs obligations.

A l'inverse, le marché obligataire a fait montre d'une allégresse peut-être excessive. Les obligations à courte échéance ont été dynamisées, comme on pouvait s'y attendre, mais les obligations à plus longue échéance ont enregistré un rebond encore plus marqué (fig. 1). Cela donne à penser que les marchés sont sceptiques quant à l'effet positif à long terme des taux négatifs sur la croissance et l'inflation.

Les monnaies ont également dérogé à la règle. Au lieu de céder du terrain, le yen japonais en a gagné suite à la réduction des taux par la BoJ (fig. 2), tandis que l'euro a progressé de 4% par rapport au dollar américain depuis le début de l'année. Plusieurs facteurs sont à l'œuvre, mais une partie de cette performance inhabituelle pourrait résulter de l'action même des banques centrales. Dans la zone euro, les opérations de refinancement ciblées à long terme – qui rétribuent désormais les banques pour emprunter à la BCE – et la possibilité qu'une mesure similaire soit mise en place au Japon, aux fins de soutenir la rentabilité des banques, pourraient revenir de fait à établir un contrôle des capitaux puisque les prêts consentis au niveau national sont subventionnés, contrairement à ceux qui sont octroyés à l'étranger.

Fig. 1: le niveau extrêmement bas des rendements des obligations de haute qualité conduit à douter de l'efficacité des banques centrales

Rendements à l'échéance des obligations allemandes et japonaises à 10 ans, en %



Source: Thomson Reuters, UBS. Données au 26 avril 2016.

Des rendements obligataires nuls ou négatifs indiquent que les marchés n'escomptent pas une hausse de la croissance ou de l'inflation.

Malgré les doutes émis quant à l'incidence favorable des taux négatifs, nous ne pensons pas que la BoJ ou la BCE changeront de cap dans un avenir proche.

Evoluer dans un monde incertain

L'interaction entre la politique de taux négatifs, ses effets secondaires et la réaction des banques centrales à ces effets est complexe et nécessite une réponse prudente de la part de l'investisseur.

Nous renforçons notre exposition à long terme aux obligations d'entreprise libellées en EUR au détriment des obligations libellées en USD.

Les principes de la couverture du risque de change, en limitant le biais national et en favorisant une diversification en termes de régions et au sein des classes d'actifs, seront importants pour gérer des politiques, des conséquences et des réactions incertaines. Nous renforçons par conséquent nos allocations aux obligations d'entreprise libellées en EUR au détriment de leurs homologues en USD dans les portefeuilles-types afin d'éviter une surexposition au marché américain qui se trouve à un stade avancé de son cycle. Nous accroissons également les allocations aux obligations d'entreprise des marchés émergents dans notre modèle de portefeuille Balanced.

Le recul des rendements des obligations de haute qualité nous incite à penser que les obligations AA+ en euros et en francs suisses dégageront des rendements négatifs ces cinq prochaines années. Les obligations de haute qualité ont une valeur d'assurance, mais le prix à payer est désormais élevé. Nous réduisons dès lors notre allocation stratégique aux obligations de haute qualité en faveur des hedge funds. Bien qu'ayant été ébranlés récemment par les changements réglementaires, des problèmes propres aux titres et les revirements de tendance soudains des marchés, les hedge funds diversifiés devraient, selon nous, dégager sur le plus long terme des rendements normalisés compris entre 4 et 6%.

Concepts de placement alternatifs

Les remaniements de portefeuille peuvent aider les investisseurs à mieux se positionner dans ce monde incertain. N'en demeure pas moins l'enjeu fondamental, qui est de trouver des rendements intéressants dans un univers de faible rendement, sans prendre de risques inacceptables.

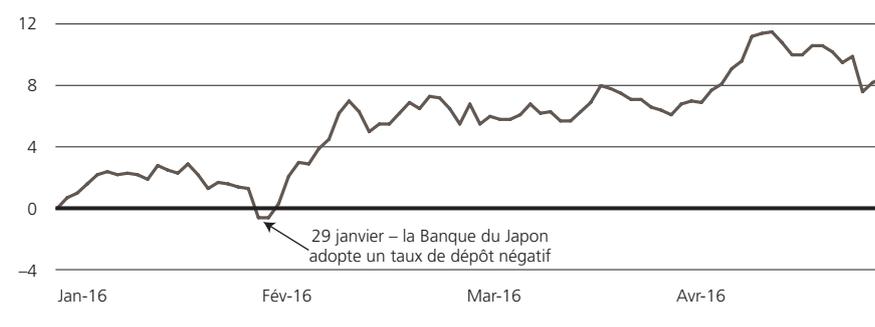
Les concepts de placement alternatifs peuvent être appliqués par les investisseurs pour les aider à atteindre leurs objectifs.

Approche quantitative

Pour engranger des rendements plus élevés à long terme, les investisseurs doivent prendre plus de risques. Avec des placements traditionnels, cela revient généralement à acheter des actions. En temps normal, les actions peuvent offrir de bons rendements avec une volatilité relativement limitée. Mais, lorsque les marchés sont turbulents, les actions peuvent engendrer une volatilité intolérable pour les investisseurs habitués à investir dans des obligations.

Fig. 2: le yen a gagné et non perdu du terrain depuis l'adoption des taux inférieurs à zéro

Variation en % depuis le début de l'année de la valeur du yen japonais face au dollar américain (inverse du taux de change USD/JPY)



Source: Thomson Reuters, UBS. Données au 26 avril 2016.

La récente appréciation du yen a marqué un changement dans la réaction du marché face aux nouvelles mesures d'assouplissement monétaire.

Un concept de placement permet aux investisseurs de jongler avec les actions et les obligations en fonction des fluctuations du risque de marché.

Les investisseurs obligataires ont la possibilité d'accroître leurs rendements grâce à une diversification accrue...

... et l'approche des fonds de dotation peut engendrer une prime d'illiquidité.

Les données économiques s'améliorent dans les marchés émergents, mais faiblissent dans la zone euro, où les vents contraires forçissent.

Une façon de surmonter ce phénomène consiste à utiliser des outils de gestion des risques tels que ceux appliqués par les grands investisseurs institutionnels pour évaluer le niveau de risque sur les marchés des actions et équilibrer en conséquence l'allocation entre obligations et actions. L'approche permettrait aux investisseurs de privilégier largement les actions pendant les périodes où le risque est normal ou particulièrement bas et d'orienter fortement le portefeuille vers les obligations lorsque le risque est élevé.

Approche fondée sur la «prime d'illiquidité»

Les investisseurs qui ne souhaitent prendre aucun risque lié aux actions n'ont guère d'options à disposition pour obtenir des rendements attrayants dans l'univers du revenu fixe traditionnel. Nous pensons que les obligations de haute qualité libellées en dollars américains dégageront un rendement de 2,1% par an au cours des cinq à sept prochaines années, celui des obligations d'entreprise se situant à 2,7%. Nos attentes à l'égard des obligations libellées en francs suisses et en euros sont encore plus faibles.

En recourant à des instruments moins traditionnels et moins liquides, les investisseurs exclusivement concentrés sur le revenu fixe ont cependant la possibilité d'obtenir de meilleurs rendements. L'univers obligataire au sens large englobe les titres adossés à des actifs, les obligations financières subordonnées, les emprunts de premier rang et la dette privée, en plus des obligations d'entreprise et souveraines. Il est important d'assurer une exposition à un large éventail de marchés et de régimes monétaires pour garantir une diversification suffisante.

Approche des fonds de dotation

Les investisseurs privés peuvent aussi s'inspirer de l'approche de certains gestionnaires de fonds universitaires et de caisses de retraite particulièrement performants. Ils peuvent investir une part plus importante des actifs du portefeuille dans des classes d'actifs alternatives illiquides, telles que hedge funds, private equity, dette privée et actifs réels.

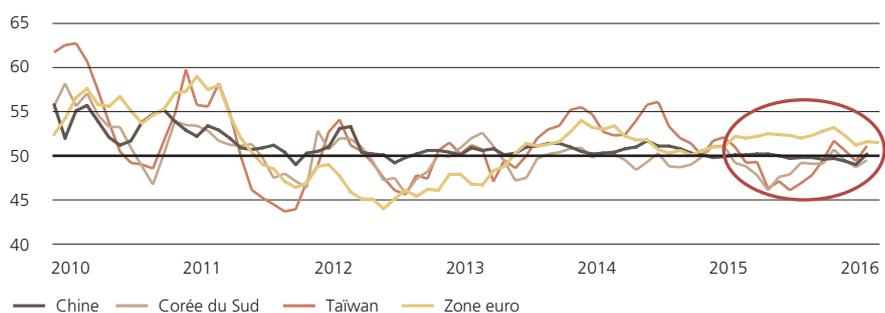
Grâce à ces classes d'actifs, les investisseurs peuvent bénéficier d'une prime d'illiquidité qui, d'après nos estimations, pourrait représenter un surcroît de rendement allant jusqu'à 1,6%, pour le même niveau de volatilité des actifs.

Allocation d'actifs tactique

Au fil des mois à venir, les questions et les préoccupations soulevées par les taux d'intérêt négatifs seront un élément moteur du marché, tout comme l'évolution de la politique de la Réserve fédérale. Du point de vue tactique, nous pensons toujours que les taux négatifs ne sont pas la solution idéale, mais qu'ils témoignent de la volonté des banques centrales de continuer à innover et à fournir des liquidités aux marchés mondiaux. Dans l'ensemble, nous estimons que l'engagement des banques centrales est favorable aux actifs à risque.

Fig. 3: l'amélioration des indicateurs avancés dans les marchés émergents asiatiques justifie une position neutre dans les actions des marchés émergents

Les indices des directeurs d'achat du secteur manufacturier (PMI) supérieurs à 50 indiquent une expansion au niveau de l'indice



Source: Thomson Reuters, Datastream, UBS. Données au 27 avril 2016.

Nous maintenons notre surpondération des actions américaines...

Nous maintenons la surpondération des actions américaines par rapport aux obligations de haute qualité. Les bénéficiaires devraient s'améliorer aux États-Unis après la saison actuelle de publication des résultats, soutenus par la reprise du cours du pétrole, la faiblesse du dollar et la vigueur actuelle de la consommation.

Nous maintenons également notre surpondération des emprunts européens à haut rendement par rapport aux obligations de haute qualité. Les taux négatifs continueront d'alimenter la quête de rendement et les liquidités injectées par la BCE devraient contribuer à maintenir les taux de défaillance à un bas niveau.

Nous apportons trois modifications à notre allocation tactique ce mois-ci.

Premièrement, nous portons à neutre notre sous-pondération des actions des marchés émergents par rapport à leurs consœurs de la zone euro.

... et liquidons notre sous-pondération des actions des marchés émergents par rapport à leurs consœurs de la zone euro.

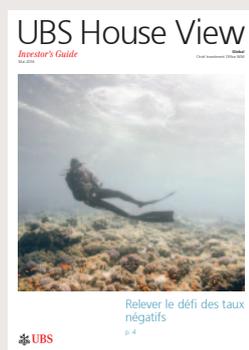
L'influence de la politique chinoise, l'attitude plus accommodante de la Réserve fédérale américaine et l'évolution de la saga politique au Brésil ont favorisé un regain de confiance et une amélioration des indicateurs avancés dans les marchés émergents (fig. 3). Nous émettons des réserves concernant la croissance bénéficiaire des marchés émergents et l'incidence à long terme de la relance en Chine, mais la hausse devrait se poursuivre selon nous et nous passons d'une position sous-pondérée à une position neutre.

La gamme des publications UBS House View

UBS House View
Investor's Guide

UBS House View
Monthly Letter

UBS House View
Weekly



Le rapport phare destiné aux clients UBS



Une lettre personnelle de notre Global Chief Investment Officer



Ce bulletin hebdomadaire vous permet de rester au plus près des marchés volatils, de recevoir un éclairage opportun des développements les plus récents et aussi de leur impact sur vos investissements.

Contact

Si vous souhaitez des analyses d'investissement encore plus détaillées, une gamme complète de publications du CIO est à votre disposition.

Veuillez contacter votre conseiller à la clientèle.

Si les perspectives se sont améliorées pour les marchés émergents, la zone euro rencontre un peu plus de difficultés. Les effets positifs d'un euro plus faible tout au long de l'année écoulée s'estompent, compte tenu notamment de son appréciation ces derniers mois. Des taux négatifs et une courbe de rendement plate continueront de mettre à mal les banques de la région, qui représentent quelque 12% de l'indice MSCI EMU. Cela contribue à freiner la croissance bénéficiaire globale. La croissance économique reste décente mais, compte tenu des perspectives désormais plus limitées de la croissance bénéficiaire, nous passons d'une position surpondérée à une position neutre.

Nous prenons une position sous-pondérée dans l'AUD par rapport à l'USD.

Deuxièmement, nous prenons une position sous-pondérée dans le dollar australien par rapport au dollar américain. La récente reprise de l'économie australienne ne nous paraît pas durable, alors que la croissance américaine est appelée à rebondir après un passage à vide ces deux derniers trimestres. Cette divergence en termes de performance économique devrait se traduire dans les décisions de politique monétaire, qui sont, selon nous, susceptibles d'affaiblir le dollar australien.

Enfin, nous portons à neutre notre position sous-pondérée dans le yen japonais par rapport au dollar américain. La dernière réunion de la Banque du Japon suggère que la banque centrale a opté pour une attitude attentiste malgré le fléchissement des données conjoncturelles. Suite à la récente fermeté du yen, les investisseurs nippons en actifs étrangers, y compris le fonds de pension du gouvernement, envisagent désormais de couvrir leur exposition aux devises. De telles mesures de gestion des risques pouvant empêcher le yen de s'affaiblir à court terme, nous adoptons une position neutre.



Mark Haefele
Global Chief Investment Officer
Wealth Management

Suivez Mark Haefele sur LinkedIn



[in linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)

Le point de vue de l'UBS Investor Forum

A l'occasion de cette rencontre mensuelle, nous invitons des leaders d'opinion à débattre de questions clés concernant les marchés financiers, et à remettre en question l'UBS House View.

- Ce mois-ci, nous avons demandé à nos invités où ils voyaient des bulles dans les marchés mondiaux et où trouver encore des opportunités. Les participants ont estimé qu'il n'y avait pas de bulles importantes ou dangereuses en formation dans les principales classes d'actifs, mais ont relevé des distorsions de prix dans de nombreuses sous-classes d'actifs.
- Nos invités ont cependant convenu que des opportunités subsistaient dans certains segments des marchés obligataires et d'actions, principalement aux Etats-Unis.

Economie

La croissance économique mondiale résiste mieux que prévu, grâce à l'expansion économique continue des Etats-Unis et à l'amélioration progressive de la croissance en Europe. Le secteur manufacturier mondial semble avoir touché le fond. Les principales difficultés impactant la croissance des Etats-Unis en 2015 et début 2016 (dollar US fort, faibles prix de l'énergie et écarts de crédit élevés notamment) s'estompent. Les indicateurs européens vont vers une légère reprise continue de la croissance économique. Les données écono-

miques des marchés émergents semblent se stabiliser timidement. Les craintes de dévaluation du yuan chinois et d'un éventuel «atterrissage brutal» de l'économie ont cédé la place à un léger optimisme dû au ralentissement des sorties de capitaux. Nous tablons toujours sur un ralentissement plus progressif de la croissance, supérieure à 6% toutefois. En parallèle, les banques centrales mondiales ont contribué à l'amélioration du moral des investisseurs en maintenant des politiques monétaires expansionnistes.

Actions

La plupart des cours des actions mondiales se sont redressés depuis le début de l'année, avec même une évolution positive des actions des Etats-Unis et des marchés émergents (ME). Nous surpondérons tactiquement les actions des Etats-Unis par rapport aux obligations de premier ordre. Les bénéfices des entreprises des Etats-Unis devraient renouer avec des taux de croissance positifs sur l'année. Les chiffres du T1 sont négatifs pour l'instant, mais supérieurs en moyenne aux prévisions des analystes. Nous clôturons notre surpondération euro/actions des ME au vu de la stabilisation des données économiques des ME et du ralentissement de la chute des prix des matières premières. Malgré l'érosion des bénéfices des entreprises, la confiance des investisseurs à l'égard des actifs des ME s'est améliorée ces derniers mois.

Investissements alternatifs et matières premières

Parmi les classes d'actifs alternatives, les hedge funds event driven en actions sont les mieux placés pour profiter de l'activité importante des entreprises. Les M&A continuent à séduire grâce aux confortables trésoreries des entreprises et à la confiance constructive de leurs dirigeants. Parmi les matières premières, le cours du pétrole s'est stabilisé à un prix supérieur à 40 USD/baril, soutenu par les arrêts de production inattendus au Koweït et par la réduction des forages aux Etats-Unis. Nous déconseillons toujours une exposition directe aux matières premières dans le cadre de portefeuilles bien diversifiés.

Obligations

Nous surpondérons toujours les obligations européennes à haut rendement (HY), dont le rendement actuel est de 4,8%. Un léger resserrement des écarts pourrait leur permettre de surperformer les obligations de premier ordre, grâce à leur faible exposition aux difficultés du secteur de l'énergie, à leur qualité de crédit supérieure aux Etats-Unis et au soutien monétaire continu, notamment du nouveau programme d'achat d'obligations d'entreprises de la BCE. Nous surpondérons les obligations IG des Etats-Unis à moyen terme (un à dix ans) par rapport aux obligations de premier ordre. Le rendement actuel des obligations IG américaines est de 2,6%. Nous sommes neutres par rapport aux obligations HY car les écarts se sont resserrés à des niveaux légèrement trop élevés pour anticiper la hausse des taux de défaillance à hauteur de 5-6% d'ici 12 mois.

Monnaies

Nous surpondérons à présent l'USD face à l'AUD en prévision d'une réévaluation à la hausse des taux de la Fed alors qu'il faut un AUD faible pour soutenir l'ajustement économique. Nous surpondérons toujours le CAD face à l'AUD. En parallèle, notre sous-pondération du JPY face à l'USD n'est plus d'actualité puisque la perspective de risque-rendement s'affaiblit. Comme la Banque du Japon n'a pas engagé d'actions en dépit des conditions économiques peu favorables et avec des prix à la consommation qui repassent en territoire négatif, nous sommes moins optimistes quant à la perspective d'un JPY plus faible. Nous surpondérons en outre la NOK face à l'EUR puisque l'amélioration de la situation économique norvégienne et le taux d'inflation relativement élevé sont favorables à l'appréciation de la NOK face à l'EUR.

Prévisions principales

Au 2 mai 2016

Classes d'actifs	AT ¹	Référence	Valeur ²	Perf. M/M en % ³	Perf. YTD en % ⁴	Prévisions à six mois		
						House View	Scénario positif	Scénario négatif
Actions								
Etats-Unis	+	S&P 500	2065	-0,4	1,0	2125	2300	1750
Zone euro	=	Euro Stoxx	323	2,0	-6,3	340	375	270
Royaume-Uni	=	FTSE 100	6242	1,6	0,0	6500	6850	5150
Japon	=	Topix	1300	-5,6	-16,0	1390	1530	1150
Suisse	=	SMI	7982	3,8	-9,5	8325	9000	7000
Marchés émergents	=	MSCI EM	840	1,7	5,8	865	950	675
Immobiliers cotés		FTSE EPRA/ NAREIT Dev.	4491	0,9	5,4	4100	4550	3500
Obligations								
Obligations de tout premier ordre	-	US 10yr yield	1,8	-0,6	7,4	2,10%	2,5-2,9%	1,3-1,7%
		German 10yr yield	0,3			0,5%	0,8-1,1%	0,0-0,2%
Obligations d'entreprise en USD	+	Spread USD IG	146	1,4	5,4	120 pb	100 pb	250 pb
Obligations d'entreprise en EUR	=	Spread EUR IG	122	0,2	2,7	100 pb	80 pb	250 pb
Obligations à haut rendement en USD	=	Spread USD HY	624	4,7	7,3	700 pb	500 pb	1100 pb
Obligations à haut rendement en EUR	+	Spread EUR HY	456	2,1	3,8	430 pb	350 pb	1200 pb
Obligations d'Etat des marchés émergents en USD	=	Spread EMBIG	408	2,6	7,2	360 pb	300bp	550 pb
Obligations d'entreprises des pays émergents en USD	=	Spread CEMBI broad	411	2,5	6,2	360 pb	300 pb	580 pb
Obligations des marchés émergents en monnaies locales		Yield GBI EM	6,4	5,3	13,9	6,7%	6,0%	6,9%
Placements alternatifs								
Or		USD/l'once	1295	5,9	22,0	USD 1200/l'once	USD 1450/l'once	USD 1000/l'once
Pétrole brut (Brent)		USD/baril	47	19,8	14,0	USD 45/baril	USD 70/baril	USD 30/baril
Hedge funds		HFRX Global	1159	1,0	-1,3	-	Prefer equity hedge and event-driven strategies	Prefer macro/trading (Global Macro + CTA)
Monnaies								
		Paires de devises						
USD	+	USDCHF	0.96	0,1	-4,3	0.97		
		USDJPY	106.3	-4,5	-11,6	105		
EUR	-	EURUSD	1.15	0,6	5,6	1.14		
		EURCHF	1.10	0,7	1,1	1.10		
		EURGBP	0.78	-1,8	6,4	0.75		
GBP	=	GBPUSD	1.46	2,5	-0,8	1.52		
		GBPCHF	1.40	2,5	-5,1	1.47		

- + Surpondération
- = Pondération neutre
- Sous-pondération

Source: UBS, Bloomberg

¹ AT = Allocation tactique

² Au 2 mai 2016

³ M/M = En glissement mensuel (Month-on-month)

⁴ YTD = Depuis le 1^{er} janvier (Year-to-date)

La performance passée n'est pas une garantie de l'évolution future.
Les prévisions ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Facteurs déterminants

Perspectives économiques globales

Ricardo Garcia et Brian Rose, économistes
Jonas David et Yifan Hu, analystes

La croissance mondiale va évoluer, les marchés émergents demeurant le maillon faible. L'inflation devrait également rester faible au plan mondial, mais avec des différences accrues entre les pays. Les politiques monétaires des grandes banques centrales risquent de diverger aussi. La Réserve fédérale américaine a relevé ses taux en décembre 2015 et devrait récidiver en 2016, tandis que la BCE restera sans doute attentiste pour le moment.

Croissance mondiale attendue en 2016: **3,0%**

	Croissance du PIB réel en %			Inflation en %		
	2015	2016P ¹	2017P ¹	2015	2016P ¹	2017P ¹
Etats-Unis	2,4	1,5	2,5	0,1	1,4	2,6
Chine	6,9	6,6	6,3	1,4	1,9	2,0
Zone euro	1,5	1,6	1,7	0,0	0,3	1,5
Royaume-Uni	2,2	2,0	2,3	0,0	0,5	1,7
Suisse	0,9	1,0	1,5	-1,1	-0,7	0,2
Russie	-3,7	-1,2	1,5	15,5	8,1	5,7
Monde	3,1	3,0	3,4	3,5	3,6	3,5

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; au 2 mai 2016

¹UBS Prévisions

Zone euro

Ricardo Garcia

Economiste

House view

Probabilité: 60%

Croissance constante

Les cours en berne du pétrole, la dépense publique accrue due à l'accueil des réfugiés et la vigoureuse relance monétaire sont autant de facteurs qui aideront la zone euro à résister à l'érosion de la croissance mondiale. L'inflation devrait rester atone au printemps en raison de la faiblesse des cours du pétrole, avant d'amorcer un rebond cet été, une perspective qui incitera probablement la BCE à rester attentiste.

➤ Scénario positif

Probabilité: 20%

Croissance meilleure que prévu

L'économie mondiale repart, l'EUR se déprécie plus que prévu. La demande de crédit et l'économie de la zone euro se rétablissent plus vite. La France suit des réformes crédibles et accélère sa consolidation budgétaire. Les risques politiques reculent.

➤ Scénario négatif

Probabilité: 20%

Spirale déflationniste

La zone euro sombre dans une spirale déflationniste, suite à un choc tel que la sortie de la Grèce de la zone euro, une brusque escalade du conflit ukrainien ou un net ralentissement économique en Chine.

Etats-Unis

Brian Rose
Economiste

House view
Probabilité: 70%

Expansion modérée

L'économie américaine devrait connaître une croissance modérée au cours des 12 prochains mois. L'embellie sur le marché du travail se poursuit, avec des créations d'emplois substantielles et des signes d'accélération de la hausse des salaires. La hausse du revenu des ménages et les bas prix de l'énergie devraient encourager la consommation des ménages.

↗ **Scénario positif**
Probabilité: 15%

Forte expansion

La croissance du PIB réelle des Etats-Unis dépasse 2,5%, stimulée par une politique monétaire expansionniste, les dépenses des ménages et le recul des risques à l'étranger. La Fed relève ses taux bien au-delà des attentes des marchés.

↘ **Scénario négatif**
Probabilité: 15%

Croissance/récession

La croissance des Etats-Unis recule. Les ménages préfèrent épargner plutôt que dépenser les économies réalisées grâce à la baisse des prix de l'énergie; les entreprises hésitent à embaucher et à investir. La Fed tempore en 2016.

Chine

Yifan Hu et **Chih-Chieh Chen**
Analystes

House view
Probabilité: 80%

La relance monétaire va freiner le ralentissement

La croissance du PIB chinois au T1 2016 a fléchi de 6,7% en g.a., contre 6,8% au T4 2015. C'est la plus faible progression trimestrielle depuis 2009. De profonds ajustements de la vieille économie ont pesé sur la croissance. Une série d'indicateurs macroéconomiques s'est redressée au mois de mars du fait de la spéculation immobilière dans les moyennes et grandes villes, poussée par un excédent de liquidités, des règles favorisant la propriété immobilière et des financements hypothécaires agressifs plutôt que par la demande réelle. Nous prévoyons une normalisation au T2 2016, lorsque le retour à des politiques plus strictes calmera les marchés immobiliers dans les grandes villes.

↗ **Scénario positif**
Probabilité: 10%

Accélération de la croissance

La croissance annuelle a atteint 6,8% sur un an grâce à une politique publique de relance plus ambitieuse ou à un fort rebond de la demande extérieure.

↘ **Scénario négatif**
Probabilité: 10%

Fort ralentissement économique

Le scénario de l'atterrissage brutal se matérialise, avec une croissance du PIB réel inférieure à 5% sur plus de deux trimestres. Le plongeon des investissements immobiliers et les nombreux événements de crédit ébranlent l'économie.

Dates importantes

8 mai 2016
Chine

Balance commerciale (avril)

12 mai 2016
Zone euro

Production industrielle (mars)

Actions

Se positionner en vue d'une amélioration des bénéfices aux Etats-Unis

Markus Irgartinger, Katarina Cohrs
et **Bert Jansen**, stratèges

Nous recommandons une allocation surpondérée en actions. Nous préférons les actions américaines aux obligations de premier ordre. Les bénéfices des sociétés américaines au premier trimestre ont certes reculé sur un an mais ils devraient retrouver un taux de croissance positif au cours de l'année. Ailleurs, la croissance des bénéfices reste faible.

Etats-Unis

+ surpondération

Nous surpondérons les actions américaines par rapport aux obligations de premier ordre. La stabilisation de la croissance en Chine et des prix du pétrole ainsi que l'embellie du secteur manufacturier américain devraient soutenir le rebond des actions entamé à mi-février. Les bénéfices des entreprises ont marqué le pas, mais devraient accélérer courant 2016 et en 2017 car l'impact négatif de l'effondrement des bénéfices dans le secteur de l'énergie et du dollar fort diminue. La consommation soutient la croissance économique des Etats-Unis. Malgré des valorisations légèrement supérieures à la moyenne, les actions sont plus attrayantes que les obligations d'Etat.

S&P 500 (au 27 avril 2016: 2095)	Cible à six mois
House view surpondération	2125
↗ Scénario positif	2300
↘ Scénario négatif	1750

Marchés émergents

= neutre

Nous sommes neutres à l'égard des actions des marchés émergents dans notre portefeuille mondial. Si les indicateurs récents montrent une stabilisation de l'économie chinoise, l'endettement élevé reste un problème structurel. Le consensus prévoit une croissance d'environ 10% des bénéfices à 12 mois, mais une fourchette plus prudente de 0 à 5% nous semble plus réaliste. Les PER glissants devraient se maintenir autour de leurs niveaux actuels. Nous préférons la Chine et l'Inde au Mexique, à la Thaïlande et à Taiwan.

MSCI EM (au 27 avril 2016: 843)	Cible à six mois
House view neutre	865
↗ Scénario positif	950
↘ Scénario négatif	675

Zone euro

= neutre

Nous sommes neutres à l'égard des actions de la zone euro. Les bénéfices des entreprises progressent grâce à la hausse des revenus. La baisse de l'euro avait soutenu les bénéfices en 2015; en revanche, il s'est modestement apprécié cette année. L'assouplissement monétaire en cours favorise les perspectives de reprise économique. Les indicateurs conjoncturels avancés se sont récemment stabilisés et restent en territoire haussier. La demande intérieure devrait alimenter la croissance économique et favoriser les recettes des entreprises. Nos secteurs préférés sont la finance, l'énergie, la santé et les technologies.

EURO STOXX (au 27 avril 2016: 332)	Cible à six mois
House view neutre	340
↗ Scénario positif	375
↘ Scénario négatif	270

Royaume-Uni

☰ neutre

Nous sommes neutres à l'égard des actions britanniques. Les difficultés des secteurs des ressources et de la finance pourraient entraîner une érosion des bénéfices de 0 à 5%. Ailleurs, les perspectives sont plus dégradées encore. Depuis son affaiblissement récent, la livre ne pèse cependant plus sur les bénéfices et les prévisions de BPA intègrent déjà un recul important des prix des matières premières. Notre stratégie de placement britannique préférée est le style «Value», qui tend à surperformer quand les rendements obligataires à long terme augmentent avant les hausses de taux directeurs.

FTSE 100 (au 27 avril 2016: 6320)	Cible à six mois
House view neutre	6500
↗ Scénario positif	6850
↘ Scénario négatif	5150

Japon

☰ neutre

Les bénéfices des entreprises japonaises reculent sur fond d'appréciation du yen. Selon l'enquête Tankan d'avril, les sociétés tablent sur un USDJPY à 117 pour l'exercice 2016. Les bénéfices des entreprises devraient pâtir du raffermissement du yen en deçà de 110 USDJPY. Les données économiques décevantes du Japon pèsent sur le marché. Nous préférons les sociétés japonaises en mesure de racheter leurs actions car la politique de taux d'intérêt négatifs de la BoJ et le code de gouvernance d'entreprise du Japon favorisent cette pratique. La valorisation du marché japonais est inférieure à sa moyenne historique, ce qui est à notre avis justifié par l'essoufflement de la dynamique bénéficiaire. Le PER glissant de l'indice Topix, actuellement de 15,2, devrait atteindre 15,3.

TOPIX (au 27 avril 2016: 1384)	Cible à six mois
House view neutre	1390
↗ Scénario positif	1530
↘ Scénario négatif	1150

- +** **Surpondération:** recommandation tactique de détenir davantage de la classe d'actifs que spécifié dans l'allocation d'actifs stratégique
- ☰** **Pondération neutre:** recommandation tactique de détenir la classe d'actifs conformément à sa pondération dans l'allocation d'actifs stratégique
- **Sous-pondération:** recommandation tactique de détenir moins de la classe d'actifs que spécifié dans l'allocation d'actifs stratégique

Suisse

☰ neutre

Nous sommes neutres à l'égard des actions suisses. Le CHF reste assez fort, mais moins que l'an dernier, ce qui devrait ramener une croissance modérée des bénéfices cette année. En effet, les ventes en monnaie locale, hors effets M&A, progressent nettement. Certaines monnaies pourraient d'ailleurs avoir un impact positif sur les bénéfices cette année, surtout l'USD et l'EUR (effet de base de l'an dernier). Vu la modeste croissance économique attendue en Europe et dans le reste du monde, les bénéfices devraient afficher une faible augmentation à un chiffre cette année. Nous privilégions les dividendes de grande qualité et les mid caps. Les premiers sont intéressants vu la faiblesse actuelle des taux d'intérêt et les mid caps affichent les bilans les plus sains et la plus forte croissance organique pour une faible prime de valorisation.

SMI (au 27 avril 2016: 8097)	Cible à six mois
House view neutre	8325
↗ Scénario positif	9000
↘ Scénario négatif	7000

Immobiliers cotés

L'immobilier coté mondial est modérément sous-évalué d'un point de vue historique par rapport à l'immobilier direct. Sa surperformance l'a rendu cher par rapport aux actions. En dépit de meilleures conditions financières, le secteur encourt le risque d'un déclassement par rapport aux actions en cas de renforcement de la corrélation avec les écarts de crédit à haut rendement et de nouveau creusement des écarts de risque. Les fondamentaux restent solides, mais atteignent un sommet alors que les divergences se creusent. L'offre reste limitée mais est vouée à augmenter; la demande pourrait fléchir. Nous privilégions l'Europe continentale (fondamentaux) et le Royaume-Uni (valorisations). Nous apprécions les promoteurs japonais (environnement monétaire favorable et valorisations bon marché). Nous évitons les REIT de Hong Kong et Singapour (dégradation des fondamentaux et sensibilité aux taux d'intérêt).

FTSE EPRA/NAREIT DEVELOPED TR USD (au 27 avril 2016: 4506,8)	Cible à six mois
House view	4100
↗ Scénario positif	4550
↘ Scénario négatif	3500

Obligations

Préférer le haut rendement européen

Douglas S. Rothstein, Philipp Schöttler
et **Michael Bolliger**, stratégies

Nous avons une préférence tactique pour les obligations européennes à haut rendement (HY) par rapport à celles de premier ordre (HG) et surpondérons légèrement les obligations Investment Grade en USD à durée moyenne. Nous recommandons un positionnement à durée neutre sur les titres HG.

Obligations d'entreprise

+ surpondération

Nous surpondérons légèrement les obligations IG en USD à échéance moyenne (un à dix ans). Elles offrent une prime de rendement par rapport aux obligations de premier ordre. Nous restons prudents vis-à-vis des obligations IG à échéance très lointaine (15 ans et plus), encore vulnérables à la volatilité des taux et à l'offre abondante à l'extrémité longue de la courbe. Certaines obligations subordonnées (hybrides) d'émetteurs non financiers de premier ordre offrent un rendement excédentaire pour un surcroît de risque modéré.

CURRENT GLOBAL SPREADS	Cible à six mois
(au 27 avril 2016: 120 pb/123 pb)	USD/EUR
House view surpondération	120 pb/100 pb
↗ Scénario positif	100 pb/80 pb
↘ Scénario négatif	250 pb/250 pb

Obligations de tout premier ordre

⊖ sous-pondération

Nous sous-pondérons les obligations de premier ordre (HG) par rapport aux obligations d'entreprises (IG et HY). Nous prévoyons un rendement total négatif pour les obligations HG en EUR et en CHF car la hausse des taux devrait l'emporter sur le «roll-down» positif. Portage et «roll-down» devraient neutraliser l'évolution des cours des obligations HG en USD à longues échéances, avec à la clé un rendement total stable. Dans la part obligataire des portefeuilles, nous recommandons une durée neutre quelle que soit la devise. Les obligations à faible risque de défaillance restent un vecteur important de diversification.

10-YEAR GOVERNMENT YIELDS	Cible à six mois
(au 27 avril 2016: 1,85%/0,29%)	USD/EUR
House view sous-pondération	2,10%/0,5%
↗ Scénario positif	2,5–2,9%/0,8–1,1%
↘ Scénario négatif	1,3–1,7%/0,0–0,2%

Obligations à haut rendement

+ surpondération

Les obligations américaines et européennes à haut rendement (HY) ont continué à rebondir par rapport à leurs creux de février: les craintes de récession américaine se sont atténuées, le pétrole a augmenté et les dernières mesures d'assouplissement de la BCE encouragent les investisseurs. Le taux de défaillance des obligations HY américaines dérivé du marché (5%) inscrit en deçà de nos prévisions de 5-6%, et ces obligations apparaissent survalorisées au vu de leurs fondamentaux. Nous restons neutres à leur égard. Les obligations HY européennes intègrent toujours un taux de défaillance trop élevé selon nous (2,5% contre nos 2%), tandis que les dernières mesures de la BCE (programme d'achat d'obligations d'entreprises) devraient déboucher sur un resserrement ultérieur des écarts. Leur rendement à maturité actuel de 4,8% reste attrayant comparé aux obligations mieux notées. L'incertitude quant au cours du pétrole accroît la volatilité des obligations HY américaines. En Europe, le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE offre un soutien significatif.

CURRENT SPREADS	Cible à six mois
(au 27 avril 2016: 625 pb/459 pb)	USD/EUR
House view surpondération	700 pb/430 pb
↗ Scénario positif	500 pb/350 pb
↘ Scénario négatif	1100 pb/1200 pb

Obligations des marchés émergents

Obligations d'Etat des marchés émergents en USD

☰ neutre

Les écarts de crédit des obligations souveraines émergentes en USD se sont encore resserrés sur fond de hausse des prix de l'énergie et de regain de confiance des investisseurs. L'activité économique dans les pays émergents souffre toujours de l'ajustement structurel en Chine, synonyme d'une croissance moins forte, des cours en berne des matières premières et du resserrement de la liquidité. Néanmoins, on observe de timides signes d'embellie. La hausse progressive des prix du pétrole attendue au S2 2016 et le regain de confiance des marchés devraient soutenir les obligations souveraines des ME dans les six prochains mois mais le risque de revers à court terme est élevé. La valorisation des obligations souveraines émergentes semble équitable. Nous recommandons une allocation neutre dans un portefeuille mondialement diversifié et préférons le segment à haut rendement qui devrait être plus performant dans les six prochains mois.

EMBIG SPREADS

Cible à six mois

(au 27 avril 2016: 391 pb)

House view neutre	360 pb
↗ Scénario positif	300 pb
↘ Scénario négatif	550 pb

Obligations d'entreprise des pays émergents en USD

☰ neutre

Les indicateurs conjoncturels et les paramètres de crédit reflètent encore un environnement adverse pour les entreprises des marchés émergents. Toutefois, le récent rebond des prix de l'énergie, l'appréciation des devises émergentes et les conditions de liquidité plus souples à l'échelle mondiale permettent d'enrayer la dégradation des fondamentaux du crédit des entreprises. Malgré le net resserrement des écarts de crédit depuis mi-février, la valorisation de la classe d'actifs semble équitable eu égard à l'amélioration des perspectives à court terme. Nous recommandons une allocation neutre aux obligations d'entreprises émergentes dans un portefeuille mondialement diversifié et préférons le segment à haut rendement au segment investment grade.

CEMBI BROAD SPREAD

Cible à six mois

(au 27 avril 2016: 385 pb)

House view neutre	360 pb
↗ Scénario positif	300 pb
↘ Scénario négatif	580 pb

Obligations des marchés émergents en monnaies locales

La baisse des rendements obligataires dans les ME et le rebond des devises émergentes ont abouti à un très bon rendement total en USD. Nous misons sur une rechute des devises émergentes mais la perspective d'une hausse modeste des taux d'intérêt aux Etats-Unis peut l'amortir à court terme. Les rendements obligataires devraient rester stables ou baisser. Les perspectives à court terme pour les obligations pourraient donc s'éclaircir encore. Dans les six prochains mois, nous entrevoyons toutefois des obstacles. Un nouveau resserrement de la liquidité à l'échelle mondiale est probable cette année. L'inquiétude quant à l'évolution du CNY s'est atténuée mais peut vite resurgir si l'USD se renforce à nouveau. Les matières premières ne sont pas à l'abri d'une rechute après le récent rebond. Malgré le rebond de certains indicateurs, l'activité économique dans les ME reste poussive et il faudrait une reprise plus générale pour soutenir durablement les actifs émergents. La plupart des banques centrales des ME devraient rester conciliantes pour contrer les perspectives économiques moroses et l'inflationnisme mais leur marge d'assouplissement semble limitée.

GBI-EM YIELD

Cible à six mois

(au 27 avril 2016: 6,4%)

House view	6,7%
↗ Scénario positif	6,0%
↘ Scénario négatif	6,9%

Matières premières et placements alternatifs

Un rebond prématuré

Dominic Schneider, Giovanni Staunovo
et Wayne Gordon, analystes

De plus en plus d'investisseurs considèrent que le vent a tourné pour les matières premières. Cela n'a rien de surprenant compte tenu de la solide progression de 7% depuis le 1^{er} janvier (rendement total). Toutefois, la performance depuis le début de l'année n'est pas si différente de celle enregistrée les années précédentes, qui ont vu les matières premières finir dans le rouge. Certes, les investisseurs ne devraient pas essayer de lourdes pertes en 2016 si l'économie mondiale résiste. Néanmoins les matières premières ne sont pas non plus un franc succès et le rebond des cours nous semble prématuré.

Hedge funds

L'UBS Hedge Fund Navigator, l'indicateur clé qui nous sert à évaluer l'environnement de risque pour les hedge funds, s'est amélioré récemment. Néanmoins, nous ne parvenons pas à identifier de puissants catalyseurs qui justifieraient une surpondération de l'un des quatre styles de hedge funds. Par conséquent, nous conservons un positionnement neutre.

House view

➤ Scénario positif	Prefer equity-hedge and event driven strategies
➤ Scénario négatif	Prefer macro/trading (Global Macro + CTA)

Matières premières

OR

D'après nous, la couverture offerte par l'or demeure appréciable en cas de nouveaux soubresauts inattendus sur les marchés. Les taux réels aux Etats-Unis devraient s'enfoncer en terrain négatif, les achats d'or physique en Asie et les achats des banques centrales devraient augmenter et la production minière diminuer: tout ceci est de nature à maintenir l'once d'or autour de 1200 USD à six et 12 mois.

GOLD (au 27 avril 2016: USD 1246/once)	Cible à six mois
House view	USD 1200/once
➤ Scénario positif	USD 1450/once
➤ Scénario négatif	USD 1000/once

PÉTROLE BRUT

Etant donné le risque de baisse des cours à court terme, le coût du roulement des positions et la volatilité élevée, nous déconseillons les positions longues sur le brut. Lorsque l'offre excédentaire passera sous 0,5 mbj, vraisemblablement vers la mi-2016, le profil risque/rendement d'une telle position s'améliorera substantiellement. Sinon, les actions du secteur de l'énergie constituent une belle opportunité pour les investisseurs de long terme.

PÉTROLE BRUT (BRENT)	Cible à six mois
(au 27 avril 2016: USD 47.2/baril)	
House view	USD 45/baril
➤ Scénario positif	USD 70/baril
➤ Scénario négatif	USD 30/baril

Monnaies

Nouvelle dégradation du dollar australien

Thomas Flury, Constantin Bolz, Jonas David
et Teck Leng Tan, stratèges

Dans notre allocation d'actifs tactique, nous recommandons toujours de surpondérer l'USD, la NOK et le CAD au détriment de l'EUR et de l'AUD. La sous-pondération du JPY n'est plus d'actualité car la Banque du Japon semble estimer qu'un nouvel assouplissement monétaire n'est pas nécessaire malgré la dégradation de la conjoncture économique.

Prévisions des taux de change UBS CIO

	02.05.16	3M	6M	12M	PPP
EURUSD	1.148	1.10	1.14	1.16	1.26
USDJPY	106.4	105	105	110	78
GBPUSD	1.461	1.46	1.52	1.56	1.61
USDCHF	0.958	0.98	0.97	0.97	1.00
EURCHF	1.100	1.08	1.10	1.12	1.26
GBPCHF	1.401	1.43	1.47	1.51	1.60
EURJPY	122.1	116	120	128	99
EURGBP	0.785	0.75	0.75	0.74	0.79

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; au 2 mai 2016
PPP = Parité du pouvoir d'achat (purchasing power parity)

USD

+ surpondération

L'USD s'est déprécié au premier trimestre car les participants au marché ont commencé à exclure de nouveaux relèvements de taux de la Fed après la publication de statistiques économiques moins bonnes que prévu. D'après nous, l'économie américaine se reprend après un passage à vide, ouvrant ainsi la voie à de nouveaux relèvements de taux et, par ricochet, à un raffermissement du dollar.

GBP

= neutre

La Banque d'Angleterre demeurera attentiste jusqu'à ce que le résultat du référendum sur l'UE soit connu. Par conséquent, la livre sterling restera sous pression au premier semestre. Les spéculations sur un relèvement des taux directeurs devraient resurgir au second semestre et aboutir à une reprise.

EUR

⊖ sous-pondération

La BCE a assoupli sa politique monétaire en mars de plusieurs façons et certaines des mesures annoncées ne seront effectives que dans quelques mois. Cet assouplissement constant devrait entretenir la faiblesse de l'EUR tout au long de l'été. Toutefois, avec le rebond prévu de l'inflation au second semestre, nous pensons que l'euro regagnera une partie du terrain perdu ces dernières années.

JPY

= neutre

L'USDJPY a connu un début d'année volatil, plongeant tout d'abord en raison de l'aversion au risque au niveau mondial, puis se redressant lorsque la BoJ a instauré des taux négatifs pour retomber ensuite sur fond de regain d'aversion au risque. La paire devrait faire du surplace malgré des fluctuations marquées tant que la BoJ fera preuve d'attentisme et se refusera à prendre de nouvelles mesures d'assouplissement pour soutenir l'économie.

CHF

= neutre

L'EURCHF devrait évoluer dans une fourchette de 1,08 à 1,12 dans les mois à venir. Le potentiel de dépréciation du franc face à l'euro est limité tant que la BCE poursuivra l'assouplissement de sa politique monétaire. Néanmoins, nous tablons sur une dépréciation graduelle au second semestre.

Idées d'investissement

Thèmes d'investissement préférés

Most preferred

Least preferred

↑ Récentes améliorations
↓ Récentes dégradations

Actions

- Etats-Unis
- Bénéficiaire des rachats d'actions et des dividendes US – page 22
- Technologie américaine: croissance séculaire
- Eau: soif d'investissements

Obligations

- Investment grade américain
- Haut rendement en euros – page 23
- Emprunts hybrides d'entreprises
- Rising Stars
- Prêts américains – des rendements variables attrayants – page 24
- Obligations de haute qualité des marchés développés

Placements alternatifs

- Tirer parti des stratégies «event-driven» sur actions

Monnaies

- NOK
 - USD
 - CAD
 - EUR
 - AUD ↓
-

Actions

Bénéficiaire des rachats d'actions et des dividendes US

Horizon de placement

Long terme
(>12 mois)

Classe d'actifs

Actions

Date d'initiation

23 mai 2013

Rolf Ganter, analyste
David Lefkowitz, stratège

Le marché boursier a récompensé les investisseurs ayant misé sur des sociétés qui reversent des liquidités sous forme de dividendes et de rachats d'actions. Ces dernières offrent un rendement attrayant et, comme en témoignent nos chiffres, surperforment l'indice sous-jacent.

Les bilans des entreprises américaines font état de confortables trésoreries qui leur rapportent très peu dans l'environnement actuel de faibles taux d'intérêt. Les sociétés distribuent les liquidités à leurs actionnaires via des dividendes et/ou des rachats d'actions. En moyenne, les sociétés du S&P 500 qui reversent des liquidités à leurs actionnaires offrent aux investisseurs un rendement total de 5 à 6% (rachat d'actions plus rendements sur dividendes). Environ les deux tiers de ce rendement proviennent des rachats d'actions.

L'histoire montre que, sur le long terme, les sociétés au rendement total élevé surperforment celles qui offrent une faible rémunération. Cela suggère que la stratégie consistant à acheter des actions de sociétés qui reversent quantité de liquidités à leurs actionnaires par le biais de dividendes et/ou de rachats d'actions devrait finir par surperformer. D'après nous, la réussite de cette stratégie sur le long terme tient au signal que les dirigeants envoient au marché en rachetant un grand nombre d'actions. C'est le signe qu'ils ont confiance dans l'avenir de l'entreprise ou qu'ils jugent le titre sous-évalué. Reverser des liquidités aux actionnaires sous forme de dividendes ou de rachats d'actions peut également éviter aux sociétés d'investir dans des projets non productifs et épargner ainsi aux investisseurs



des inquiétudes quant aux rendements futurs de l'entreprise dans cet environnement volatil.

Evolutions récentes

Le montant des rachats d'actions annoncés en 2015 n'a pas atteint le niveau record de 2007 mais 2015 figure néanmoins dans le podium des 20 dernières années. Plus de 600 milliards d'USD de rachats d'actions ont été annoncés en 2015 et plus de 100 milliards d'USD au premier trimestre 2016. Les entreprises disposent d'un matelas de liquidités et génèrent des flux de trésorerie raisonnables: les conditions restent donc propices à de nouvelles distributions. Etant donné la volatilité actuelle, cette situation, associée à la croissance des dividendes, permet d'investir à moindre risque sur le marché américain.

Obligations

Haut rendement européen – diversifiez l'exposition au risque de défaillance

Horizon de placement

Long terme
(>12 mois)

Classe d'actifs

Obligations

Date d'initiation

14 janvier 2016

Philipp Schöttler et Carolina Corvalan, stratèges

Le segment du haut rendement en euros offre un rendement intéressant eu égard aux faibles taux de défaillance prévus et aux solides fondamentaux du crédit, grâce à la reprise conjoncturelle en cours dans la zone euro et à la politique monétaire toujours expansionniste de la BCE.

Le taux de rendement actuariel des obligations à haut rendement (HY) en euros est de 4,9%. Il est particulièrement intéressant par rapport à d'autres classes d'actifs à revenu fixe européens. Les valorisations nous semblent intéressantes au vu de notre prévision rassurante quant à l'évolution du taux de défaut de paiement sur les obligations d'entreprises: quasi nul sur les 12 derniers mois, il devrait augmenter modérément pour atteindre 2% dans les 12 prochains mois, un taux nettement inférieur à sa moyenne de long terme, à savoir 4,5%.

L'Europe est moins avancée dans le cycle du crédit, notamment par rapport aux Etats-Unis. Par ailleurs, les fondamentaux du crédit sont solides. Le ratio de levier financier (dette nette/EBITDA des 12 derniers mois) est stable, conforme à sa moyenne de long terme de 2,7, et le ratio de couverture est sain puisque les sociétés ont profité des faibles taux d'intérêt pour refinancer leur dette. La qualité générale du crédit est bonne: environ deux tiers des obligations HY en euros sont notées BB.

La reprise économique dans la zone euro se poursuit rapidement. Selon UBS, la croissance devrait atteindre 1,4% cette année, ce qui est de nature à soutenir la croissance des bénéfices des entreprises. L'assouplissement monétaire de la BCE est également porteur car il cible directement le marché du crédit et l'important secteur bancaire de la zone euro.



Outre une récession dans la zone euro, le principal risque pour cette classe d'actifs est celui d'un regain de tension dans le secteur financier. Les banques représentent 20% de l'indice HY en euros. Quant aux émetteurs des marchés émergents, ils représentent 11% de l'indice. Les investisseurs doivent donc garder un œil sur les événements, notamment au Brésil et en Russie.

Evolutions récentes

Les obligations à haut rendement en euros ont poursuivi leur lancée pendant le mois car les investisseurs sont de plus en plus enclins à prendre des risques, les cours du pétrole et d'autres matières premières continuent à se redresser et les banques centrales affichent toujours une posture conciliante. Les écarts de rendement se sont resserrés de 36 pdb au cours du mois alors que les rendements ont augmenté de 1,6%, portant ainsi le rendement total depuis le début de l'année à 3%. Nous tablons encore sur un resserrement modéré des écarts. A noter que les obligations à haut rendement sont moins liquides que les grandes valeurs boursières, par exemple, et peuvent devenir illiquides en période de tensions sur les marchés.

Obligations

Prêts américains – des rendements variables attractifs

Horizon de placement

Long terme
(>12 mois)

Classe d'actifs

Obligations

Date d'initiation

1^{er} janvier 2016

Philipp Schöttler et Carolina Corvalan, stratèges

Les prêts bancaires de premier rang américains sont à notre avis une option plus intéressante que les segments à revenu fixe plus « traditionnels ». Même après leur rebond récent, les cours moyens de ces titres restent intéressants.

En raison de leurs taux variables, les prêts surperforment généralement les autres instruments à revenu fixe lorsque les taux d'intérêt sont en hausse. Le marché n'anticipe plus de hausses de taux par la Fed en 2016 mais nous tablons toujours sur un relèvement progressif qui créera une opportunité intéressante. Tant que le LIBOR, actuellement à 63 pdb et qui prévaut, ne dépasse pas le plancher (100 pdb en moyenne), les taux des coupons versés par la plupart des prêts américains n'augmenteront pas. Avec un rendement actuel légèrement supérieur à 7% (pour une souscription sur trois ans), les prêts nous semblent attractifs de toute façon.

Les fondamentaux restent porteurs

Les prêts sont prioritaires dans la structure de capital d'une entreprise et sont souvent garantis par ses actifs. Aussi, les taux de recouvrement sont en général plus élevés que ceux des obligations (env. 70% contre 40% pour les obligations à haut rendement). Toutefois, ils ont baissé récemment (autour de 50%) à cause des très faibles recouvrements dans le secteur de l'énergie.

Notre prévision de hausse progressive des taux de défaillance à 3,5% à 12 mois est favorable aux prêts américains. La faiblesse des taux de financement se traduit par des ratios de couverture des intérêts très élevés, qui mesurent la capacité d'une entreprise à s'acquitter de ses dettes.



Avec un poids de 7% dans l'indice, l'exposition au secteur malmené des matières premières est plus limitée que dans le secteur à haut rendement américain.

Evolutions récentes

Les cours des prêts américains ont encore augmenté à 92 USD en moyenne sur le mois, ce qui laisse espérer une nouvelle appréciation. Les rendements totaux depuis le début de l'année sont en hausse à +2,4%.

Pour la première fois depuis la mi-2015, les fonds de la clientèle privée ont afflué modérément. Toujours poussive, l'émission d'obligations structurées adossées à des prêts (CLO) commence à croître sur fond de regain de confiance des investisseurs. Le taux de défaillance sur 12 mois glissants reste faible à 1,5%.

Vu la nature spéculative des émetteurs de ces titres et la faible liquidité du marché secondaire, nous conseillons les prêts bancaires de premier rang aux investisseurs qualifiés au profil de risque approprié et en mesure de tolérer des phases d'illiquidité.

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 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». **Bahreïn:** UBS 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. **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. **Dubaï:** 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 à tout ressortissant américain ou au personnel UBS basé aux Etats-Unis. 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 Switzerland AG 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». **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 commune de la Banque centrale européenne et 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.



