

# Global risk radar

Etes-vous prêts? Les scénarios de risques à surveiller

30 août 2018

## Chief Investment Office, WM

**Dirk Effenberger**, Strategist, dirk.effenberger@ubs.com; **Kiran Ganesh**, Strategist, kiran.ganesh@ubs.com; **Daniil Bargman**, Strategist, daniil.bargman@ubs.com; **Luca Henzen**, Analyst, luca.henzen@ubs.com; **Clemence Rusek**, Analyst, clemence.rusek@ubs.com; **Brian Rose**, Senior Economist Americas; **Philip Wyatt**, Economist, philip.wyatt@ubs.com; **Andreas J Koester**, Head CIO Global Asset Allocation, andreas.koester@ubs.com

Cette publication aide les investisseurs à cerner et à évaluer les risques des marchés financiers dans le monde et leurs répercussions sur les placements.

## En bref

- Dans un rapport de mai du CIO intitulé «*La volatilité est de retour. Etes-vous prêts?*», nous avons souligné que nous nous attendions à ce que la hausse des marchés actions se poursuive, mais l'environnement était tel que les risques devaient être soigneusement gérés. Cela s'est avéré prémonitoire.
- Pour les mois à venir, nous sommes optimistes à l'égard de l'économie mondiale et des bénéfices des entreprises. Mais un certain nombre de risques clés apparaissent sur notre radar, y compris un ralentissement de l'économie chinoise, un choc d'approvisionnement en pétrole, une hausse rapide des taux de la Réserve fédérale américaine et une guerre commerciale mondiale.
- Dans ce rapport, nous présentons les actifs les plus vulnérables, selon nous, dans nos scénarios de risque et ceux qui pourraient en sortir relativement indemnes.
- Les investisseurs peuvent utiliser notre analyse pour orienter deux pistes d'action potentielles: 1) examiner les portefeuilles pour déterminer leurs vulnérabilités potentielles dans toute une gamme de scénarios et mettre en œuvre des stratégies pour les réduire (chapitre A); et 2) engager des mesures de précaution supplémentaires à l'égard de scénarios de risque spécifiques particulièrement préoccupants (chapitre B).



Source: iStock

## Etiez-vous prêts?

Dans notre rapport de mai intitulé «*La volatilité est de retour. Etes-vous prêts?*», nous affirmions qu'au vu de la solide croissance économique et des bénéfices, le marché haussier des actions devrait se poursuivre, mais dans un environnement économique et politique incertain, les investisseurs devraient veiller à gérer soigneusement les risques liés au portefeuille. Plus précisément, nous leur avons conseillé d'envisager les options suivantes:

1. Ajouter d'autres sources de rendement et de diversification au-delà des indices classiques des actions et des obligations, tels que les hedge funds, les stratégies de bêta intelligent et «buy-write» sur actions.

## Rapports associés:

- UBS Global Risk Radar: «Du discours commercial à l'action», 19 juillet 2018
- Marchés financiers mondiaux: «La volatilité est de retour. Etes-vous prêts? Rapport de mi-année», 2 juillet 2018
- UBS Global Risk Radar: «Garder la tête froide», 5 juin 2018
- UBS House View Letter: «La volatilité est de retour. Etes-vous prêts?», 24 mai 2018

2. Délaisser le crédit risqué et les expositions de change excessives, comme sources de revenus, en diversifiant les expositions aux rendements, en privilégiant les actions à dividendes de grande qualité et en allongeant la durée du portefeuille.
3. Diversifier les risques pays et sectoriels à l'échelle mondiale.
4. Réduire la vulnérabilité du portefeuille aux baisses des actions via des options de vente ou des couvertures systématiques.
5. Investir sur le long terme dans des actifs susceptibles de générer des rendements tout au long et au-delà du cycle de marché actuel, tels que les entreprises exposées aux tendances séculaires, les investissements sur les marchés privés et les sociétés dont les normes de développement durable sont bonnes ou s'améliorent.

Depuis, les actions mondiales ont progressé, mais le chemin n'a pas été sans embûches:

- En mai, nous avons assisté à la plus grande vente d'obligations italiennes en un jour depuis plus de 25 ans, sur fond de préoccupations concernant les politiques populistes.
- En juin, le yuan chinois a connu sa pire performance mensuelle depuis 1994, et les actions chinoises sont entrées dans un marché baissier, lié aux inquiétudes accrues concernant l'économie chinoise et les droits de douane.
- Le mois de juillet a été tumultueux pour certaines actions du secteur de la technologie. Bien que le NASDAQ ait terminé le mois en hausse, il était facile d'être pris de court par des actions individuelles: Facebook, Tesla et Netflix ont perdu plus de 10% sur le mois.
- En août sont apparues des préoccupations concernant les vulnérabilités des marchés émergents, la livre turque ayant perdu 20% sur le mois, le peso argentin 11%, le réal brésilien 8% et le rouble russe 7%.

Une gestion prudente des risques était essentielle pour éviter les pertes à l'échelle du portefeuille:

- Les investisseurs trop fortement concentrés sur certains marchés ont enregistré des performances très variables. Sur les 95 marchés actions mondiaux suivis par Bloomberg, 52 ont enregistré une performance globale négative depuis mai. Certains grands marchés sont en forte baisse. Les actions chinoises ont reculé de 10%, celles de Hong Kong de 5%, Singapour a perdu 7% et l'Italie 13%.
- Les risques liés à la recherche de rendements sur les monnaies étrangères risquées ont également été mis en lumière. Les obligations souveraines de la Turquie, d'Afrique du Sud et de l'Argentine figurent parmi les celles qui offrent les rendements les plus élevés au monde, mais ceux-ci ont été négatifs depuis mai (respectivement -30%, -13% et -20%), chaque pays pâtissant d'un manque de fonds étrangers dans un environnement de hausse des taux d'intérêt américains et d'appréciation du dollar américain.

Ces derniers mois ont également montré que la recherche d'autres sources de rendement et l'investissement dans des actifs à long terme peuvent bénéficier au portefeuille:

- En hausse de 1% depuis la fin avril, l'indice des hedge funds HFRI constitue une source utile de rendement non corrélé pour les portefeuilles composés d'actions et d'obligations. L'indice «buy-write» sur actions BXY a surpassé le S&P 500 de 0,4%.

- Notre portefeuille de référence constitué à 100% d'actifs durables a surperformé son équivalent traditionnel de 60 pb depuis fin avril. Les obligations de la Banque mondiale s'en sont mieux sorties que les bons du Trésor américain équivalents. Et bien que les performances des thèmes d'investissement à long terme que nous recommandons aient été mitigées (les actions de sociétés spécialisées dans les données numériques se sont bien portées, tandis que les titres liés à l'efficacité énergétique ont sous-performé), nous restons confiants dans leurs facteurs et perspectives à long terme.

### Êtes-vous prêts?

Pour les mois qui viennent, nous sommes optimistes à l'égard de l'économie mondiale et des bénéfices des entreprises:

- *La croissance économique mondiale reste solide.* Malgré la hausse des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, nous prévoyons une croissance mondiale de 3,9% cette année. Ce taux est en ligne avec celui de l'an dernier, sachant qu'il s'agissait de la meilleure croissance de l'économie mondiale enregistrée depuis six ans. Nous tablons sur un niveau comparable l'an prochain.
- *Le cycle économique est appelé à durer encore.* Le cycle a été long, mais l'économie ne semble pas s'essouffler. L'inflation reste faible, les prix des matières premières sont maîtrisés, la croissance des salaires est modérée et les taux de participation à la vie active et l'utilisation des capacités peuvent encore augmenter.
- *La croissance des bénéfices des entreprises est solide.* Nous estimons que la bonne croissance économique et des marges appréciables permettront aux entreprises d'enregistrer une croissance bénéficiaire de 10 à 15% à l'échelle mondiale cette année-ci et l'an prochain.

Et nous pensons toujours que les investisseurs devraient maintenir une allocation stratégique aux actions:

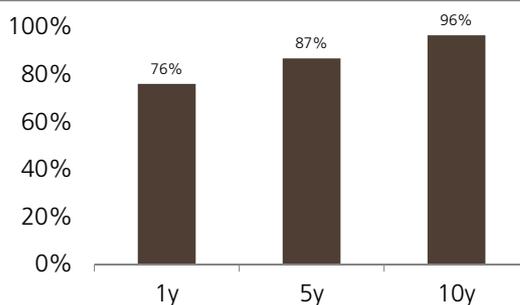
- *Les évaluations ne sont pas excessives.* Les cours de certains marchés actions ont certes atteint des sommets historiques, mais les évaluations ne sont pas élevées. Le ratio cours/bénéfices des actions mondiales se situe à 16,7x, contre une moyenne de 18,3x sur 30 ans.
- *Investir dans les actions est un choix prudent à long terme.* En effet, sur un horizon plus long, la probabilité de dégager un rendement positif sur les marchés actions est élevée. Les données depuis 1928 montrent que les investisseurs ayant un horizon temporel de 10 ans ont engrangé un gain sur le S&P 500 dans 96% des cas (voir fig. 1). En termes composés depuis 1928, les actions ont livré un résultat deux cents fois supérieur environ à celui des liquidités et de plus de cinquante fois supérieur à celui des obligations.

Mais un certain nombre de risques clés apparaissent sur notre radar:

- *La montée des tensions commerciales.* Alors qu'il ne s'agissait au début que de droits de douane imposés sur les panneaux solaires et les lave-linge, les litiges commerciaux pourraient à présent nuire à des pans bien plus larges des marchés financiers et de l'économie mondiale. L'aggravation des relations sino-américaines est au premier plan des tensions commerciales mondiales. Les Etats-Unis devraient imposer des droits de douane sur 200 milliards d'USD supplémentaires d'importations

**Fig. 1: les investissements à long terme ont de fortes chances de porter leurs fruits**

Fréquence (en %) des rendements positifs du S&P 500 sur différents horizons temporels



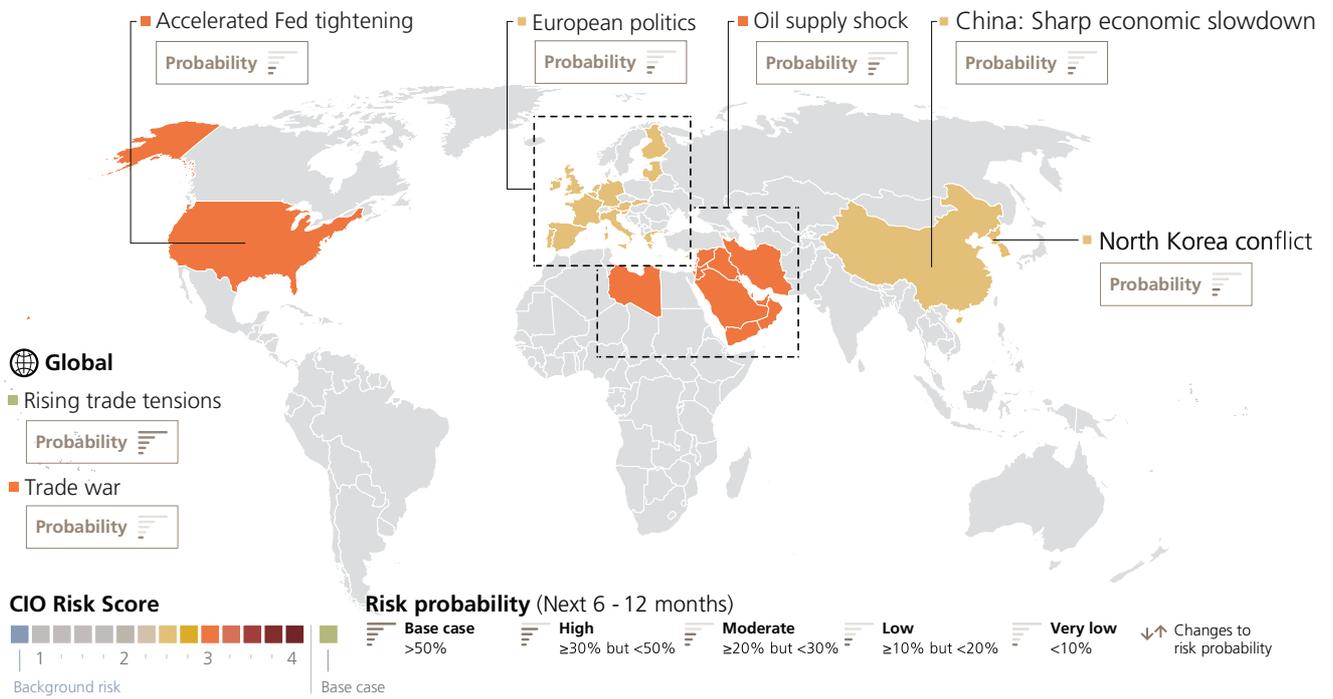
Source: Shiller, Damodaran, données mensuelles depuis 1933, suivi depuis 1943.

chinoises. Le risque extrême serait qu'une passe d'armes commerciales dégénère en une situation préjudiciable aux économies chinoise et américaine. D'autres pays seraient touchés par la perturbation des chaînes d'approvisionnement mondiales.

- *Une accélération du cycle de relèvement des taux de la Fed.* Historiquement, les récessions et les marchés baissiers cycliques sont souvent précédés par un resserrement des conditions financières aux Etats-Unis. Nous nous attendons à ce que la Fed augmente ses taux de manière progressive. Mais les pressions croissantes sur les salaires exercées par les tensions sur le marché du travail pourraient contraindre la Fed à accélérer le rythme du resserrement monétaire. Cela poserait des problèmes pour l'économie américaine, mais également pour certains marchés émergents lourdement endettés (p. ex. la Turquie, l'Afrique du Sud, etc.).
- *Un ralentissement économique en Chine.* L'économie chinoise ne fait pas face à la montée des tensions commerciales. L'affaiblissement de l'économie, l'accumulation de la dette et la dépréciation de la monnaie augmentent le risque de sorties rapides de capitaux. Alors que, dans notre scénario de base, nous prévoyons un ralentissement de la croissance du PIB réel en Chine (à 6,2% l'année prochaine), nous attribuons une probabilité de 10 à 20% à un net ralentissement économique suscitant des craintes similaires à celles de 2015.
- *Un choc de l'approvisionnement pétrolier.* Nous pensons que les prix du pétrole (Brent) vont augmenter à 85 USD le baril dans les 3 à 12 prochains mois. Etant donné l'incertitude politique accrue au Moyen-Orient, le risque d'une réduction plus importante de la production pétrolière iranienne en raison des sanctions économiques américaines et les contraintes d'approvisionnement potentielles dans d'autres pays, les prix du pétrole pourraient même atteindre 120 USD le baril.

Dans la section B, nous examinons indépendamment chacun de ces risques, ainsi que d'autres (voir fig. 2). On notera toutefois que, par le passé, les replis du marché ont souvent été provoqués par une conjonction de faits défavorables se produisant simultanément. Lorsque les marchés ont dévissé en 2000 et 2008, les taux directeurs de la Fed qui avaient atteint un sommet étaient certes en cause, mais d'autres phénomènes y ont également contribué, respectivement l'éclatement de la bulle de la nouvelle économie et l'effondrement du marché des subprimes alimenté par le crédit. Il est donc essentiel de se concentrer sur plusieurs risques plutôt qu'un seul au moment de prendre des décisions d'investissement, alors que le cycle économique continue de suivre son cours.

**Fig. 2: carte mondiale des risques**



Source: UBS, août 2018. 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.

Pour se préparer à cet environnement, les investisseurs peuvent prendre deux mesures:

**A. Examiner les portefeuilles pour déterminer leurs vulnérabilités dans divers scénarios** en se posant cinq questions clés et en prenant alors les mesures qui s'imposent.

**Tableau 1: questionnaire destiné aux investisseurs**

	Que pourrait-il se passer dans nos scénarios de risque?	Comment se préparer
<b>1. Est-ce que vous comptez trop sur les performances du marché?</b>	Les investisseurs qui s'appuient sur les <b>indices traditionnels d'actions et d'obligations</b> pourraient voir leur <b>portefeuille subir une volatilité plus élevée</b> en cas de <b>cycle accéléré de hausse des taux de la Fed</b> , risquant d'entraîner, selon nous, une baisse conjuguée des actions et du crédit.	L'allocation d'une partie de votre portefeuille à des <b>hedge funds</b> et la mise en œuvre de <b>stratégies de «buy-write» sur actions</b> sur une partie de vos positions en actions peuvent contribuer à diversifier les rendements du portefeuille et à réduire la volatilité. De plus, nous pensons que ces stratégies ont le potentiel de dégager une bonne performance dans notre scénario de base.
<b>2. Votre rendement se justifie-t-il à la lumière du risque pris?</b>	Les investisseurs à la recherche de rendement devraient faire preuve de prudence dans un environnement de risque accru. Le <b>crédit des marchés émergents</b> et les <b>obligations asiatiques à haut rendement et en monnaie locale</b> pâtiraient probablement d'un <b>ralentissement économique chinois</b> , tandis que le <b>crédit américain à haut rendement</b> et le <b>crédit des marchés émergents</b> sont vulnérables à une <b>accélération du cycle de hausse des taux de la Fed</b> .	<b>Des portefeuilles diversifiés axés sur le rendement</b> peuvent générer des performances attrayantes pour les investisseurs en quête de rendement, tout en limitant les risques spécifiques. Les investisseurs peuvent également envisager d'investir dans des <b>obligations plus sûres mais de plus longue durée</b> , qui pourraient rebondir si les risques se matérialisent. Nous considérons également le <b>placement axé sur les dividendes</b> comme une option intéressante dans la zone euro, au Royaume-Uni et en Suisse.
<b>3. Votre portefeuille est-il trop «familier»?</b>	Aucune région ni aucun pays ne sont à l'abri de tous les risques potentiels auxquels nous sommes confrontés. Le marché US pourrait être exposé aux <b>hausse de taux de la Fed</b> , la <b>zone euro</b> est vulnérable à un <b>choc d'approvisionnement pétrolier</b> , tandis que les <b>marchés émergents</b> et l' <b>Asie</b> pourraient être menacés par l' <b>intensification des tensions commerciales</b> ou un <b>ralentissement de l'économie chinoise</b> .	Les investisseurs doivent s'assurer que leurs portefeuilles d'actions sont <b>diversifiés à l'échelle mondiale</b> afin de réduire l'exposition à un risque individuel, tout en restant positionnés pour la croissance du portefeuille. <b>Certains thèmes liés aux actions</b> pourraient contribuer à doper la performance du portefeuille dans notre scénario de base, tout en produisant de bons résultats dans nos scénarios de risque.
<b>4. Avez-vous envisagé de protéger vos profits?</b>	Après un marché haussier record, les <b>actions mondiales</b> sont vulnérables à un <b>ralentissement de l'économie chinoise</b> et à un <b>cycle accéléré de hausse des taux de la Fed</b> . Les actions devraient également subir une volatilité accrue en cas de <b>choc de l'approvisionnement en pétrole</b> ou de <b>montée des tensions commerciales</b> .	Les investisseurs peuvent réduire leur exposition à la baisse des marchés actions, tout en limitant les coûts d'assurance, en mettant en place des <b>couvertures systématiques</b> . Les <b>barrier reverse convertibles</b> peuvent également procurer des rendements de portefeuille plus prévisibles.
<b>5. Etes-vous prêts à garder la tête froide?</b>	Maintenir une <b>orientation à long terme</b> peut également éviter aux investisseurs de céder à la tentation de vendre dans les périodes de volatilité. Les ventes sous l'emprise de la panique sont un facteur significatif de sous-performance à long terme des investisseurs privés par rapport aux indices des marchés.	Investir dans des <b>thèmes d'investissement à plus long terme, des placements durables</b> et le <b>private equity</b> peut permettre aux investisseurs de garder la tête froide face aux risques à court terme associés à ces scénarios et de tirer parti des tendances à long terme ou des primes d'illiquidité.

**B. Mettre en œuvre des mesures de précaution supplémentaires pour des scénarios spécifiques** en réduisant l'exposition aux actifs potentiellement vulnérables, tout en étoffant les positions qui pourraient s'avérer être mieux protégées. Bien que notre allocation d'actifs tactique prenne en compte l'éventail complet des résultats possibles et leurs probabilités, en cherchant à trouver le bon équilibre entre la prise de risque et la protection contre les replis de plus grande ampleur du marché, la section B fournit une liste des actifs particulièrement exposés individuellement à un scénario donné. Les investisseurs particulièrement préoccupés par l'un ou l'autre scénario

peuvent utiliser cette analyse pour orienter le rééquilibrage de leurs portefeuilles ou ajouter des couvertures de scénario.

## A. Examen des portefeuilles pour déterminer leurs vulnérabilités

Dans un contexte de croissance honorable mais de chocs potentiels, nous pensons que les investisseurs doivent positionner leurs portefeuilles pour une croissance à long terme, tout en gérant les risques avec prudence. Les investisseurs doivent se poser cinq questions clés, examiner les vulnérabilités pouvant être exposées dans nos scénarios de risque et prendre les mesures qui s'imposent

### 1. Comptez-vous trop sur les performances du marché?

Les investisseurs qui s'appuient sur les indices traditionnels d'actions et d'obligations pourraient connaître une volatilité plus élevée de leur portefeuille en cas de cycle accéléré de hausse des taux de la Fed, risquant d'entraîner, selon nous, des vagues de ventes simultanées des actions et du crédit.

Même si nous estimons qu'une corrélation négative entre obligations et actions va persister sur le moyen à long terme, les soubresauts de la corrélation signifient que les stratégies moins fortement corrélées aux fluctuations des actions et des obligations prennent de l'importance pour réduire la volatilité à court terme du portefeuille.

#### Idées de placement

**Les hedge funds** pourrait améliorer la stabilité du portefeuille en offrant des performances susceptibles d'être moins corrélées si le crédit et les actions commencent à fluctuer dans le même sens. Les hedge funds surpassent généralement les autres classes d'actifs dans un contexte de hausse des taux d'intérêt américains, en particulier les stratégies equity hedge, event-driven et valeur relative. Pour plus d'informations, consultez notre publication Hedge Fund Monthly Extended.

**Stratégie «buy-write» sur les actions** La stratégie «buy-write» consiste en l'achat d'actions (la partie «buy») allié à la vente systématique (ou «write») d'options d'achat sur ces mêmes titres. Les investisseurs renoncent à un potentiel de hausse significatif sur les marchés actions, mais dégagent un rendement supplémentaire, plus faible, mais plus certain, qui peut augmenter en période de volatilité. Typiquement, une telle approche l'emporte sur les stratégies longues classiques dans les situations de marché d'actions baissier, stagnant ou en modeste hausse. Au cours des trois derniers mois, l'indice «buy-write» sur actions BXY a dépassé le S&P 500 de 1%.

### 2. Votre rendement se justifie-t-il à la lumière du risque pris?

Les investisseurs à la recherche de rendement devraient faire preuve de prudence dans un environnement de risque accru. Notre analyse montre que le crédit des marchés émergents, et les obligations asiatiques à haut rendement et en monnaie locale pâtiraient probablement d'un ralentissement économique chinois, tandis que le crédit américain à haut rendement et le crédit des marchés émergents seraient vulnérables à une accélération du cycle de hausse des taux de la Fed.

### Idées de placement

#### **Portefeuilles diversifiés axés sur le rendement**

Des positions concentrées sur les obligations à haut rendement ou les actifs à haut rendement similaires sont considérablement plus risquées qu'un portefeuille de titres à revenu fixe largement diversifié. Notre stratégie d'allocation d'actifs stratégique diversifiée sur le crédit fournit un résultat similaire à celui des emprunts à haut rendement, mais avec un risque de perte moindre en raison de sa vaste diversification entre divers types d'actifs à revenu fixe. **Obligations à plus longue duration** Les investisseurs peuvent accroître de manière opportuniste la duration de leurs actifs obligataires (tout en améliorant la qualité du crédit) en vue de dégager un rendement comparable avec un risque moindre pour leur portefeuille. Les obligations de haute qualité en USD à duration plus longue offrent une rémunération potentiellement attrayante, avec l'avantage supplémentaire que la valeur de ces emprunts tend à grimper en périodes de turbulence des marchés.

**Investir en titres à dividendes** Comme les rendements obligataires évoluent toujours à des niveaux proches des plus bas jamais atteints, les taux de dividende actuels de certains marchés des actions paraissent comparativement attrayants. L'investissement dans des entreprises capables et désireuses de s'engager à accroître ces dividendes au fil du temps permet également de dégager des flux de revenu croissants sur un horizon à moyen ou long terme. Pour en savoir plus, veuillez consulter nos thèmes «Croissance des dividendes dans la zone euro», «Dividendes suisses de haute qualité» et «Dividendes britanniques diversifiés».

**Couverture du risque de change** A long terme, nous pensons que les investisseurs devraient couvrir la majorité de leurs investissements à l'étranger dans les monnaies qu'ils utilisent actuellement. Sur le long terme, les monnaies ont tendance à accroître la volatilité du portefeuille sans apporter de performance proportionnelle. Même sur notre horizon de placement de six mois, nous estimons que le resserrement de la politique monétaire américaine et la vigueur du dollar américain ne justifient actuellement pas une préférence marquée pour les monnaies émergentes à rendement élevé, et nous mettons en garde contre une exposition croissante au risque à ce stade.

#### **3. Votre portefeuille est-il trop «familier»?**

Aucune région ni aucun pays ne sont à l'abri de tous les risques potentiels auxquels nous sommes confrontés. Le marché américain pourrait être exposé aux hausses de taux de la Fed, la zone euro est vulnérable à un choc d'approvisionnement pétrolier, tandis que les marchés émergents et l'Asie pourraient être menacés par l'intensification des tensions commerciales ou un ralentissement de l'économie chinoise.

### Idées de placement

**Diversification mondiale** Une mesure qui s'impose pour les investisseurs ayant des portefeuilles concentrés consiste à se diversifier à l'échelle mondiale. Lorsque cela n'est pas possible, notre recherche indique qu'un emprunt adossé à un portefeuille concentré et l'utilisation du montant correspondant pour investir dans un portefeuille diversifié peut améliorer les caractéristiques de risque/rendement du portefeuille global. Pour de plus amples informations à ce sujet, voir notre rapport «Single-stock lending in a portfolio context».

**Thèmes d'investissement sélectionnés** Les investisseurs à la recherche d'une diversification mondiale pourraient explorer les possibilités de placements thématiques. Par exemple, nous pensons que les sociétés basées dans la zone euro, mais fortement exposées aux marchés émergents en croissance, appelés «Bénéficiaires européens du monde émergent», pourraient surperformer l'indice de la zone euro. Et, en matière de style, nous pensons qu'une stratégie mondiale misant sur la qualité peut offrir une diversification et une protection contre la baisse.

**4. Avez-vous envisagé de protéger vos profits?** Nous prévoyons une chute des actions mondiales en cas de ralentissement économique en Chine et/ou d'accélération du cycle de hausse des taux de la Fed. Et bien qu'un choc de l'approvisionnement pétrolier ou une montée des tensions commerciales ne devraient pas, selon nous, entraîner une baisse généralisée des actions mondiales, les actions subiraient probablement une volatilité beaucoup plus élevée.

Pour les investisseurs en mesure de recourir aux options, un moyen de se protéger contre les moins-values consiste à acheter des options de vente.

#### Idées de placement

**Couverture systématique** Les investisseurs peuvent améliorer la rentabilité des stratégies de couverture en recherchant des marchés qui présentent des baisses volatiles et corrélées lors de dégagements massifs aux quatre coins de la planète, et en achetant une protection contre la baisse sur ces marchés.

**Barrier reverse convertibles** Les «barrier reverse convertibles» (BRC) sont des obligations à court terme qui génèrent normalement un coupon et offrent une protection contre la baisse, pour autant que l'actif sous-jacent ne chute pas outre-mesure, tout en renonçant au potentiel haussier de ce dernier. Les BRC pourraient ne pas convenir aux investisseurs qui cherchent à se protéger contre les fortes baisses, mais ils ont toujours subi des baisses moins importantes que les indices actions sous-jacents. Pour plus d'informations, consultez nos rapports du CIO sur les barrier reverse convertibles.

#### **5. Etes-vous prêts à garder la tête froide?**

En cette période d'incertitudes accrues quant au cycle économique, acheter des actifs exposés aux moteurs de croissance structurels peut permettre d'améliorer la performance du portefeuille et de réduire les risques.

Maintenir une orientation à long terme peut également éviter aux investisseurs de céder à la tentation de vendre dans les périodes de volatilité. Les études de finance comportementale révèlent en effet que les ventes causées par la panique sont un facteur significatif de sous-performance à long terme des investisseurs privés par rapport aux indices de marché.

#### Idées de placement

**Investissement durable** Les placements exerçant un impact positif sur la société et l'environnement peuvent améliorer les taux de rendement corrigé du risque à long terme. Les entreprises adoptant des normes strictes de gouvernance peuvent être exposées à des risques extrêmes moindres, y compris ceux de se voir infliger de lourdes amendes par les autorités de réglementation ou d'atteinte à la réputation. En outre, l'ajout d'instruments de dette des banques multilatérales

de développement à un portefeuille peut atténuer les risques clés susmentionnés.

**Thèmes d'investissement à long terme** A notre avis, les entreprises exposées aux tendances à long terme telles que la croissance démographique, le vieillissement et l'urbanisation vont connaître une croissance des revenus supérieure à celle du PIB. Les sociétés individuelles peuvent être affectées par le cycle économique et le changement de la situation concurrentielle, tandis que l'investissement dans un éventail diversifié d'entreprises exposées à une variété de thèmes peut offrir un bon taux de rendement corrigé du risque. Actuellement, nous observons surtout des opportunités dans les investissements liés aux technologies financières, à l'espace, à l'automatisation et à la robotique, aux données numériques et aux appareils médicaux.

**Marchés privés** Une certaine exposition aux marchés privés peut améliorer le rendement corrigé du risque à long terme des portefeuilles, en permettant aux investisseurs d'exploiter des sources de revenu supplémentaires telles que les primes d'illiquidité, les primes sur les placements alternatifs, ainsi que le savoir-faire des gérants. Comme ces placements ne sont pas négociés sur une bourse publique, ils n'affichent généralement pas de fortes fluctuations de valeur à court terme et sont faiblement corrélés avec les bourses publiques.

#### **Aperçu des idées de placement**

Le tableau 2 présente une sélection des thèmes d'investissement actuels et des idées de placement tactique du CIO qui devraient dégager une bonne performance dans notre scénario de base, ainsi que dans certains de nos scénarios de risque.

**Tableau 2: idées de placement propres au scénario de base du CIO et à un ou plusieurs scénarios de risqué**

Classe d'actifs	Idées de placement	Durcissement accéléré par la Fed**		Choc pétrolier	Corée du Nord	Chine: net ralentissement économique	Guerre commerciale internationale	Crise politique en Italie	
		Phase 1	Phase 2						
Actions	Génération de rendement: stratégie «buy-write» sur actions américaines	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	Génération de rendement: stratégie «buy-write» sur actions de la zone euro	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	La qualité globale compte		✓	✓	✓	✓		✓	
	Actions de la zone euro à dividendes élevés et durables		✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	Dividendes suisses de qualité		✓	✓	✓	✓	✓		
	Dividendes britanniques diversifiés		✓	✓	✓	✓	✓		
	Création de valeur durable sur les marchés émergents						✓		
	Trouver de la valeur dans les marchés émergents			✓					
	Bénéficiaires européens du monde émergent							✓	
	Stratégies multi-styles de la zone euro pour investir au-delà du cycle		✓	✓	✓			✓	
	Les loisirs européens ont le vent en poupe						✓	✓	✓
	De l'importance de l'équilibre hommes-femmes						✓		
	Surpondération du secteur de l'énergie de l'UEM			✓	✓		✓	✓	
	Surpondération du secteur de l'énergie américain			✓					
	Surpondération des actions de l'Allemagne et de la France face à l'Italie et l'Espagne							✓	
	Surpondération des actions chinoises par rapport aux actions taïwanaises				✓				
	Option de vente sur des indices choisis (Hang Seng China Enterprises, Nikkei 225 et Eurostoxx 50)		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Option de vente sur le S&P 500		✓				✓	✓		
Revenu fixe	Remplacement des obligations «usées»	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	GCC: une nouvelle oasis sur la carte obligataire du monde	✓		✓***	✓			✓	
	Misez sur le synthétique	✓							
	Obligations de haute qualité en USD à long terme: pour acheter, c'est maintenant ou jamais		✓		✓	✓		✓	
Monnaies	Position longue en bons du Trésor américain face aux liquidités en USD		✓		✓	✓		✓	
Hedge Funds	Position longue sur le JPY face au TWD		✓		✓	✓	✓		
	Gérer la hausse des taux américains avec des hedge funds	✓							

Stratégie de placement mondiale   
 Thèmes de placement du CIO\*   
 Couverture systématique du CIO  
 Stratégie de placement APAC   
 Stratégie de placement sectorielle en actions   
 Allocation d'actions de pays de la zone euro

Remarque: pour de plus amples détails, veuillez contacter votre conseiller à la clientèle ou vous référer au rapport du CIO correspondant.

\*Les performances des thèmes d'investissement du CIO devraient être positives par rapport à leurs indices de référence respectifs.

\*\*Le scénario baissier concernant le resserrement accéléré de la Fed se caractérise par une période de hausse des taux de la Fed (phase 1), suivie par un marché baissier des actions à l'échelle mondiale (phase 2). Les deux régimes économiques sont représentés respectivement par les sections de gauche et de droite de la colonne. Un changement des conditions du marché de la phase 1 à la phase 2 peut justifier une rotation d'un ensemble de solutions de couverture à un autre au fur et à mesure du déroulement du scénario. Voir la section «Resserrement accéléré de la Fed» pour plus d'informations.

\*\*\*Le crédit du CCG devrait surperformer en cas de choc d'approvisionnement en pétrole, sauf si le choc découle d'une montée des tensions géopolitiques impliquant l'un des six pays du CCG. Par exemple, le thème serait plus performant en cas de nouvelles sanctions des Etats-Unis contre l'Iran, mais pas en cas d'affrontement direct entre l'Iran et l'Arabie saoudite.

Source: UBS, août 2018

## B. Mettre en œuvre des mesures de précaution supplémentaires pour des scénarios spécifiques

Dans l'édition précédente du Global Risk Radar («Garder la tête froide»), nous avons soutenu que les investisseurs doivent être conscients des risques de marché susceptibles de mettre fin au cycle économique mondial. Historiquement, les récessions économiques et les marchés baissiers sont souvent précédés d'un pic du cycle de hausse des taux de la Fed. Mais l'histoire montre également que la politique de la Fed est rarement le seul élément déclencheur d'un repli du marché. Par exemple, la crise financière de 2008 a coïncidé avec un pic des taux d'intérêt à court terme, mais la création de bulles sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque a également joué un rôle.

Dans les sections suivantes, nous examinons de plus près plusieurs scénarios de risque qui, selon nous, pourraient s'avérer pertinents pour les marchés mondiaux au cours des six à douze prochains mois. Les quatre plus grands risques que nous observons actuellement sont la montée des tensions commerciales, l'accélération des hausses de taux de la Fed, un ralentissement économique en Chine et un choc d'approvisionnement en pétrole. Nous indiquons les actifs susceptibles de surperformer ou sous-performer leurs pairs si l'un de ces risques venait à se concrétiser.

Les investisseurs particulièrement préoccupés par certains scénarios pourraient envisager d'utiliser cette analyse pour réduire les positions sous-performantes, et allouer le produit aux actifs surperformants potentiels.

Le rééquilibrage par rapport à un scénario de baisse spécifique s'accompagne toutefois d'un coût potentiel. Si le scénario ne se concrétise pas, les investisseurs peuvent se trouver mal positionnés à l'égard de notre scénario de base ou davantage exposés à un autre risque. Par exemple, l'adoption d'un positionnement plus défensif pour se protéger contre la montée des tensions commerciales pourrait entraîner une sous-performance si les tensions s'apaisent. De même, vendre des actions asiatiques et acheter des actions américaines pour protéger les portefeuilles contre un ralentissement de l'économie chinoise pourrait exposer les investisseurs au risque d'une hausse plus rapide que prévue des taux de la Fed.

Ainsi, nous ne recommanderions cette approche qu'aux investisseurs qui ont des raisons d'être particulièrement préoccupés par un scénario donné; par exemple, si leur entreprise personnelle ou leur capital humain devaient être également affectés par la concrétisation d'un scénario donné.

Tableau 3: calendrier du risqué

# Principaux évènements en 2018

<b>Septembre</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— ■ 9 septembre, fête nationale de la Corée du Nord</li> <li>— ■ 13 septembre, réunion de la BCE, réunion de la BdA</li> <li>— ■ 19 septembre, réunion de la BdJ</li> <li>— ■ 26 septembre, réunion du FOMC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Surveillance continue</li> </ul>
<b>Octobre</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— ■ 7 octobre, élection au Brésil (président et Chambre des députés)</li> <li>— ■ 12-14 octobre, assemblées annuelles du FMI (Indonésie)</li> <li>— ■ 15 octobre, présentation par l'Italie de son projet de plan budgétaire à la CE</li> <li>— ■ 18-19 octobre, Brexit: date limite pour convenir du processus d'accord/ratification</li> <li>— ■ 25 octobre, réunion de la BCE</li> <li>— ■ 31 octobre, réunion de la BdJ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Catégories de risque:</li> <li>— ■ <b>Politique des banques centrales</b></li> <li>— Déclaration des membres clés des banques centrales</li> <li>— Données relatives à l'inflation (notamment e.g. IPC, croissance des salaires, chômage)</li> <li>— ■ <b>Economie chinoise</b></li> <li>— Indices PMI et production industrielle</li> <li>— Investissements en bien d'équipement et dans les infrastructures</li> </ul>
<b>Novembre</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— ■ 1<sup>er</sup> novembre, réunion de la BdA</li> <li>— ■ 4 novembre, renforcement des sanctions américaines contre l'Iran</li> <li>— ■ 6 novembre, élections de mi-mandat aux Etats-Unis</li> <li>— ■ 8 novembre, réunion du FOMC</li> <li>— ■ 30 novembre-1<sup>er</sup> décembre, sommet du G20 en Argentine</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Réserves de change</li> <li>— ■ <b>Politique européenne</b></li> <li>— Négociations Brexit</li> <li>— Echiquier politique italien</li> <li>— Turquie</li> </ul>
<b>Décembre</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— ■ 3 décembre, réunion de l'OPEP</li> <li>— ■ 10 décembre, élection en Lybie (président, députés de la Chambre des représentants; date à définir)</li> <li>— ■ 13 décembre, réunion de la BCE</li> <li>— ■ 19 décembre, réunion du FOMC</li> <li>— ■ 20 décembre, réunion de la BDJ, réunion de la BDA</li> <li>— ■ 31 décembre, date limite pour l'approbation du budget italien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— ■ <b>Géopolitique</b></li> <li>— Relations sino-américaines (p. ex. politique d'une seule Chine, mer de Chine méridionale)</li> <li>— Géopolitique – autre que relations sino-américaines (p. ex. Moyen-Orient)</li> <li>— Cyberattaques</li> <li>— Sanctions (p. ex. Russie, Iran)</li> </ul>
<b>Janvier</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— ■ 23 janvier, réunion de la BDJ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— ■ <b>Protectionnisme grandissant</b></li> </ul>
<b>Février</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>— ■ 1<sup>er</sup> février, réunion du FOMC</li> <li>— ■ 7 février, réunion de la BDA</li> <li>— ■ 24 février, élections en Moldavie (parlement)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Négociations des accords de libre échange, nouveaux et existants (p.ex. ALENA)</li> <li>— Nouveaux droits de douane sur les biens et services (p. ex. droits de douane sur les biens en provenance de la Chine)</li> <li>— Négociation UE-Royaume-Uni</li> </ul>

Source: UBS, Août 2018

## Guerre commerciale internationale

Les droits de douane sur les importations risquent-ils de miner le commerce mondial?

### Evolutions récentes

D'après les événements récents, les tensions commerciales devraient emprunter des voies divergentes selon les régions. Le conflit sino-américain se poursuit avec une nouvelle série de droits de douane en vue, tandis que l'accord obtenu par Juncker et une solution positive probable au sujet de l'ALENA laissent présager une retombée potentielle des tensions avec l'Europe, le Mexique et le Canada.

**Etats-Unis-Chine:** Le 23 août, l'administration américaine a commencé à prélever des droits de douane de 25% sur 16 milliards d'USD de produits chinois, en plus des 34 milliards d'USD d'importations chinoises déjà taxées. Les droits de douane sur un total de 50 milliards d'USD de produits résultaient de l'enquête en vertu de l'article 301 sur les pratiques discriminatoires chinoises liées au transfert de technologie. La Chine a tenu ses promesses et a riposté en imposant des droits de douane de 25% sur 16 milliards d'USD de produits américains, appliquant ainsi, à son tour, par mesure de rétorsion, des droits de douane sur un total de 50 milliards d'USD de produits américains. Avec l'entrée en vigueur des barrières commerciales, les actions chinoises A et H ont été les plus touchées, tandis que le marché américain a continué de se redresser. Le dernier cycle de négociations commerciales bilatérales qui s'est tenu les 22 et 23 août en est resté au point mort, comme annoncé officiellement le 26 août en Chine. Le temps restant pour reprendre les négociations avant que des droits de douane supplémentaires sur 200 milliards d'USD d'importations chinoises n'entrent en vigueur est maintenant assez court.

**Etats-Unis-UE:** L'accord difficile entre le président américain Donald Trump et le président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, annoncé le 25 juillet, a quelque peu apaisé les tensions commerciales entre l'UE et les Etats-Unis. La déclaration conjointe a ouvert la perspective d'un monde où les barrières commerciales seraient allégées, les deux partenaires s'engageant à «viser l'absence de droits de douane, l'absence de barrières non tarifaires et l'absence de subventions pour les produits industriels non automobiles». Néanmoins, l'accord ne fait que décrire dans les grandes lignes un éventuel règlement des divergences commerciales, et des années d'après négociations seront nécessaires pour le concrétiser. Nous pensons que la situation restera fluide, les négociations entre l'administration américaine et la Commission européenne ayant repris en août.

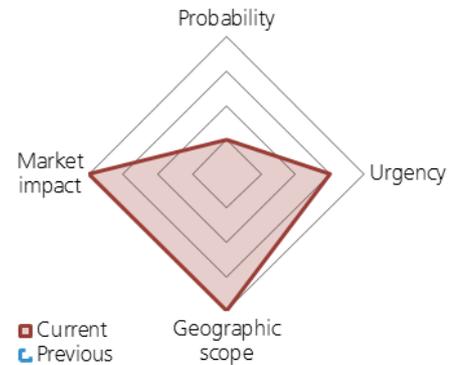
**ALENA:** le 27 août, la Maison Blanche a annoncé que les Etats-Unis et le Mexique avaient conclu un accord préliminaire pour remanier l'ALENA. L'accord bilatéral apparaît plus restrictif dans plusieurs dispositions, en particulier la règle litigieuse régissant la fabrication automobile, mais rabaisse la proposition des Etats-Unis d'introduire une clause de temporisation de cinq ans. Bien que l'annonce marque une étape décisive vers le règlement du différend, le chemin vers un accord final reste difficile. Plusieurs obstacles devront encore être surmontés lorsque le Canada se joindra aux négociations. Au moment de la publication, on ne savait toujours pas si le Canada signerait l'accord.

**Tendance  
Probabilité**

Stable  
Very low

### Dimensions de risque

Evaluation du CIO

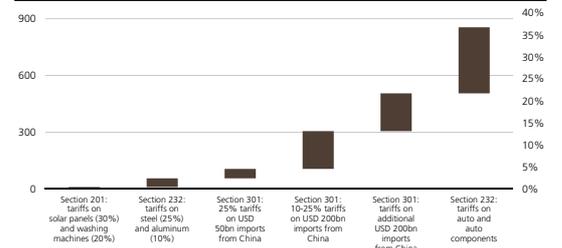


Remarque: la distance à partir du centre (1-4) représente l'amplitude du risque pour la dimension concernée. La note de risque du CIO correspond à la moyenne des quatre dimensions du risque.

Source: UBS, août 2018

### Importations américaines soumises à des enquêtes en matière commerciale

Valeur des importations en milliards d'USD (éch. de gauche) et en pourcentage des importations totales (éch. de droite)



Source: UBS, août 2018

## Notre point de vue

### Scénario de base

Nous réaffirmons que le but ultime de l'administration américaine est de renégocier les accords commerciaux existants, ce qui devrait entraîner une réduction des droits de douane et des obstacles au commerce. Mais le chemin pour y arriver est imprévisible – un large éventail de scénarios potentiels concernant les droits de douane, les sanctions et les mesures de rétorsion pourrait faire dérailler les négociations entre les Etats-Unis et le reste du monde dans les mois à venir.

### Scénario de base (probabilité : 55%): voies divergentes

Dans notre scénario de base, l'administration américaine se concentrerait davantage sur les politiques commerciales à l'égard de la Chine, tout en adoptant un ton plus conciliant avec ses autres partenaires commerciaux. Les tensions sino-américaines vont probablement s'aggraver avant de s'atténuer. Le soutien politique aux mesures commerciales contre la Chine est beaucoup plus large que pour les droits de douane imposés aux alliés américains. Les hostilités entre les deux pays devraient donc persister au moins jusqu'au lendemain des élections de mi-mandat aux Etats-Unis et peut-être même pendant toute la durée de l'administration Trump.

Nous nous attendons à ce que les Etats-Unis imposent des droits de douane d'au moins 10% sur 200 milliards USD d'importations chinoises supplémentaires vers la fin du mois de septembre. Même si elle semble peu disposée à faire monter les tensions commerciales, la Chine exercera probablement des représailles en utilisant une panoplie de mesures commerciales, y compris en dehors des marchandises. Les mesures politiques peuvent inclure: une plus grande ouverture du marché, l'établissement d'accords commerciaux régionaux préférentiels et un accès plus favorable aux investissements directs étrangers (IDE) aux principaux partenaires commerciaux (autres que les Etats-Unis, bien sûr). En plus d'imposer des droits de douane de 5 à 25% sur les importations américaines à hauteur de 60 milliards USD, la Chine pourrait déposer une plainte auprès de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), accompagnée d'une surveillance croissante des entreprises américaines présentes en Chine.

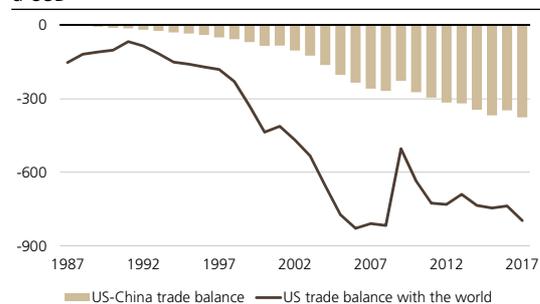
Nous pensons qu'il est peu probable que la Chine instrumentalise le CNY en raison du risque de voir s'enraciner les anticipations de taux de change, mais avec le temps, sa politique devrait faire preuve d'une plus grande latitude en ce qui concerne la flexibilité de taux de change. Si un niveau relativement stable de réserves de change est nécessaire pour maintenir la confiance, il ne serait pas logique de défendre énergiquement une «ligne tracée dans le sable».

Trump a également indiqué qu'il était prêt à imposer des droits de douane sur l'ensemble des produits chinois. L'an dernier, les Etats-Unis ont importé pour 505 milliards d'USD de marchandises en provenance de Chine, ce qui a entraîné un déficit commercial de près de 376 milliards d'USD (données du US Census Bureau). Bien que la politique commerciale des Etats-Unis ait été plutôt imprévisible jusqu'à présent, nous considérons que des mesures aussi radicales sont improbables.

Dans les autres négociations, nous pensons que l'administration américaine retardera la publication du rapport relatif aux droits de douane automobiles ou évitera d'imposer des droits de douane

### Le déficit commercial des Etats-Unis avec la Chine a augmenté

Balance commerciale américaine annuelle, en milliards d'USD



Source: US Census Bureau, août 2018

immédiatement au milieu des négociations en cours avec l'UE et ses partenaires de l'ALENA. Bien qu'il continue à plébisciter cette idée, Trump se heurte à une forte opposition de l'industrie et du Congrès sur les droits de douane automobiles. A notre avis, l'administration américaine utilisera plutôt la menace imminente de droits de douane sur les importations de voitures pour imposer des accords commerciaux plus favorables avec l'UE, le Mexique et le Canada.

L'impact direct des mesures commerciales mises en œuvre à ce jour est modeste. La prochaine série de droits de douane de 200 milliards d'USD sur les importations chinoises pourrait toutefois avoir des répercussions économiques plus importantes, surtout si le taux retenu est de 25%. Les effets indirects sur la confiance des entreprises et les engagements d'investissement pourraient commencer à peser quelque peu sur la dynamique économique positive. Le CIO estime que l'incertitude de l'effet des sanctions sur la croissance pourrait contraindre la Fed à laisser ses taux inchangés en décembre. Nous pensons que la Fed recommencera à durcir ses taux en mars lorsque la croissance reprendra son rythme (voir «US economy, Escalating risk from trade disputes», 18 juillet).

### **Scénario haussier (probabilité: 40%): la reprise des négociations évite de nouvelles sanctions commerciales**

Dans notre scénario haussier, la Maison Blanche pourrait reprendre les négociations avec la Chine pour parvenir à un accord avant le sommet du G20 (prévu fin novembre). Beijing pourrait à son tour accepter d'acheter davantage de produits américains et renoncer à ses pratiques commerciales prétendument déloyales en matière de transfert de technologie. En conséquence, les Etats-Unis pourraient renoncer à la mise en œuvre de prélèvements supplémentaires sur les importations chinoises. Placés sous la menace constante de nouvelles sanctions, les autres partenaires commerciaux pourraient être obligés d'offrir des concessions, telles que l'achat de produits américains, l'alignement des niveaux de droits de douane ou l'ouverture de leurs marchés nationaux. Dans ce scénario, Donald Trump pourrait crier victoire sur l'un des points clés de son programme politique avant les élections de mi-mandat aux Etats-Unis.

### **Scénario baissier (risque extrême ayant une probabilité de 5%): Guerre commerciale internationale**

Dans notre scénario extrême, l'incertitude quant à l'impact économique de droits de douane supplémentaires pourrait peser sur la confiance des groupes industriels qui en sont venus à dépendre des importations chinoises pour maintenir des prix bas et des profits élevés. Les effets secondaires pourraient induire des changements radicaux dans les chaînes d'approvisionnement aux quatre coins de la planète. Les produits bon marché étant redirigés vers de nouveaux marchés, d'autres économies développées pourraient se voir contraintes d'appliquer de leur propre chef des politiques commerciales restrictives afin de prévenir une concurrence des prix déloyale. Dans ce scénario, les volumes du commerce mondial chuteraient lourdement, ce qui aurait pour corollaire un tassement de la croissance du PIB mondial de 0,5 à 1 point de pourcentage. Ce scénario mettrait probablement fin au cycle d'expansion économique actuel, ce qui entraînerait ainsi un repli durable des actions et amènerait les principales banques centrales à renouer avec une politique accommodante.

### **Guerre commerciale internationale**

Performance relative prévue des actifs dans le scénario baissier, par catégorie de classe d'actifs\*

Catégorie	Surperformance relative	Sous-performance relative
Actifs croisés	Obligations de haute qualité	Actions des ME Actions des MD (hors Etats-Unis)
Régions des actions mondiales	Etats-Unis Suisse	Allemagne Japon ME
Actions des ME	Thaïlande	Corée du Sud Taiwan Chine
Secteurs américains	Services aux collectivités Télécommunications	Industrie Matériaux
Secteurs de l'UEM	Consommation de base Santé Services aux collectivités Télécommunications	Consommation discrétionnaire Informatique Industrie Matériaux
Obligations	Obligations de haute qualité Bons du Trésor américain à 10 ans	Obligations d'entreprise des ME
Matières premières	Or	Pétrole brut Métaux industriels
Monnaies	Dollar US Yen japonais Franc suisse	Dollar canadien Peso mexicain Won coréen Dollar taïwanais

\*Remarque: ce tableau présente l'évaluation par le CIO de la performance relative des classes d'actifs au sein de chaque catégorie dans un scénario donné. Les opinions exprimées ici ne représentent pas des recommandations relatives à la performance des classes d'actifs par rapport aux liquidités ou relatives à la performance des catégories de classes d'actifs. Ces opinions peuvent également différer des recommandations de l'UBS House View, qui sont établies en analysant plusieurs scénarios, plutôt qu'un résultat de scénario spécifique.

### **Dates importantes**

- **06 Sep 2018:** Date d'échéance de la présentation des réfutations après l'audience dans le cadre de l'enquête en vertu de l'article 301
- **06 Nov 2018:** Elections de mi-mandat aux Etats-Unis
- **17 Feb 2019:** Date limite de la conclusion de l'enquête en vertu de l'article 232 concernant les importations d'automobiles

## Conclusions relatives aux investissements

Les marchés financiers semblent avoir réagi aux annonces sur le front commercial en n'ajustant leur stratégie qu'aux implications économiques directes. Autrement dit, les marchés ont réagi aux répercussions mécaniques directes des annonces, mais non aux effets secondaires possibles d'une perturbation des chaînes d'approvisionnement à l'échelle mondiale ou d'un coup porté au moral des entreprises et des consommateurs. On peut être amené à penser qu'aujourd'hui, les marchés sous-estiment généralement toutes les retombées économiques des restrictions sur les échanges commerciaux.

Dans les numéros précédents du *Global Risk Radar*, nous avons examiné les impacts potentiels des tensions commerciales sur les classes d'actifs mondiales (voir «Tensions commerciales – prochaine série», 20 juin). Le tableau de droite donne un aperçu des classes d'actifs qui, de l'avis du CIO, peuvent gagner ou souffrir d'une intensification des tensions commerciales. Dans l'ensemble, les marchés internationaux des actions sont à la peine lorsque la croissance faiblit sous l'effet d'une diminution des échanges commerciaux. Ce risque concerne tout particulièrement les pays fortement exportateurs, qui réalisent une part importante de leurs revenus à l'étranger. De plus, nous sommes d'avis que les monnaies émergentes perdront du terrain face au billet vert, en particulier celles d'économies étroitement intégrées dans la chaîne d'approvisionnement mondiale (p. ex. le peso mexicain, le won coréen et le dollar taïwanais).

## Resserrement accéléré de la Fed

L'économie américaine tombera-t-elle en récession à cause de la Fed au cours des 18 prochains mois?

### Evolutions récentes

Les décisions en matière de politique de taux d'intérêt de la Réserve fédérale sont dictées par un double mandat: maintenir le plein emploi, tout en stabilisant la hausse des prix dans l'économie – à savoir l'inflation – autour de 2% par an à long terme. Si l'inflation devient trop élevée, la Fed pourrait être incitée à augmenter ses taux d'intérêt plus rapidement que prévu, ce qui provoquerait un ralentissement économique temporaire.

Dans un cycle conjoncturel, la surchauffe du marché du travail entraîne d'ordinaire une hausse des salaires et un accroissement du pouvoir d'achat des consommateurs, ce qui incite les entreprises à investir dans de nouveaux projets et à développer l'économie. Nous avons déjà commencé à percevoir les premiers signes d'investissement des entreprises américaines au cours des deux premiers trimestres de cette année (les entreprises du S&P 500 ont augmenté leurs dépenses d'investissement de 21% au premier trimestre et de 25% au deuxième trimestre). Dans des conditions économiques normales, cela donnerait un dernier coup de pouce aux marchés actions et aux autres actifs de croissance, jusqu'à ce que la Fed finisse par utiliser les hausses de taux pour contraindre l'économie américaine à ralentir. Cette année, cependant, le monde des affaires est menacé par l'incertitude politique. En effet, à la suite d'une série d'annonces tarifaires et de sanctions inattendues, il est plus risqué et plus coûteux pour les entreprises de développer leurs activités au pays et à l'étranger. Ce n'est pas une bonne nouvelle pour le cycle économique: si l'incertitude politique persiste, elle pourrait commencer à contrecarrer la récente poussée des investissements des entreprises, même si la croissance des salaires s'accélère. En conséquence, les actifs de croissance ne seraient pas prêts de s'apprécier davantage.

### Notre point de vue

#### Notre scénario de base: perspectives positives pour l'économie américaine

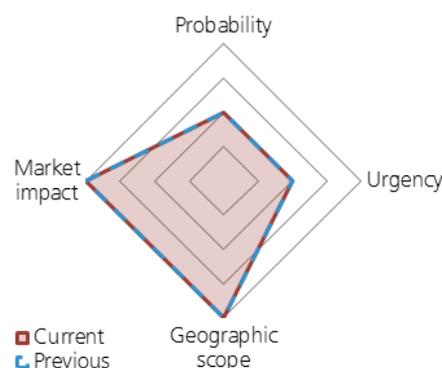
La longue reprise de l'économie américaine depuis la crise de 2008 n'a pas alimenté l'inflation, ni les anticipations d'inflation ou les salaires dans une mesure inquiétante. La Fed n'a donc pas de raison de s'inquiéter dans l'immédiat, même si le taux de chômage n'a jamais été aussi faible depuis 2001. Les anticipations d'inflation PCE sous-jacente et de point mort d'inflation se situent près de l'objectif de 2% de la Fed, tandis que la croissance annuelle moyenne des gains horaires est d'environ 2,7% (elle dépassait 3,5% au pic du cycle précédent).

Dans son scénario de base, le CIO ne prévoit pas d'évolution marquée de ces indicateurs économiques au cours des prochains mois. Les anticipations d'inflation sont largement ancrées et la croissance des salaires ne se redresse que progressivement, de sorte que l'inflation PCE sous-jacente devrait se stabiliser légèrement au-dessus de 2% l'an prochain. Nous prévoyons que la croissance du PIB avoisinera 3%, même si des droits de douane plus élevés pourraient entraîner un ralentissement temporaire. La Fed semble sur le point de relever ses taux au moins une fois de plus cette année – deux fois si les tensions commerciales ne s'aggravent pas – et de continuer à les augmenter l'année prochaine. Cela devrait donner aux marchés actions mondiaux

**Tendance** Stable  
**Probabilité** Low

### Dimensions de risque

Evaluation du CIO



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

Source: UBS, juin 2018

### La Fed et le cycle économique américain

Selon la théorie économique moderne, la surchauffe du marché du travail devrait finir par entraîner une hausse de l'inflation, auquel cas la Fed interviendrait en relevant les taux d'intérêt. La hausse des taux d'intérêt prévient le développement de déséquilibres, tels que les bulles d'actifs et la perte d'ancrage des anticipations d'inflation, risquant d'entraver par la suite la croissance économique. Cependant, le rééquilibrage de l'économie au moyen de la hausse des taux d'intérêt se fait souvent au prix d'un ralentissement temporaire de la croissance (récession) et d'une correction importante des actions (marché baissier).

Source: UBS, août 2018.

### Les récessions américaines sont d'ordinaire précédées par des marchés actions baissiers outre-Atlantique

Niveau de l'indice S&P 500 (échelle logarithmique), avec les récessions selon le NBER en gris

une marge suffisante pour reprendre leur modeste trajectoire à la hausse, surtout si les tensions commerciales commencent à retomber après les élections américaines de mi-mandat.

### **Scénario baissier (probabilité: 10-20%): hausse de l'inflation aux Etats-Unis, accélération des tours de vis et récession américaine intervenant plus tôt**

Bien que le CIO ne s'attende qu'à une hausse progressive des salaires, de l'inflation et des anticipations d'inflation, plusieurs facteurs peuvent contribuer à une reprise marquée à court terme de l'un de ces paramètres. Le plus grand risque est celui d'un point d'inflexion sur le marché du travail américain, où la croissance des salaires pourrait soudainement s'accélérer beaucoup plus rapidement. En outre, l'imposition de droits de douane supplémentaires pourrait exercer une pression à la hausse sur les prix des importations, tandis que la montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient pourrait entraîner une grave pénurie de pétrole.

Si l'inflation PCE sous-jacente dépasse 2,5% avec une hausse correspondante des anticipations d'inflation, la Fed sera probablement contrainte de commencer à relever ses taux à chaque réunion. Cela pourrait entraîner davantage de tour de vis que les quatre que nous prévoyons actuellement d'ici la fin de l'année prochaine. Dans un environnement où une incertitude politique accrue entrave l'investissement des entreprises, un tel changement de politique ne serait pas de bon augure pour les marchés. Les actions mondiales ne devraient pas progresser de plus de 10% à un moment quelconque au cours des six à neuf prochains mois. Par la suite, un taux des fonds fédéraux beaucoup plus élevé donnerait probablement lieu à un aplatissement voire une inversion de la courbe des taux des bons du Trésor américain vers le milieu de 2019. Un marché baissier des actions commencerait peu après, suivi d'une récession américaine au début de 2020.

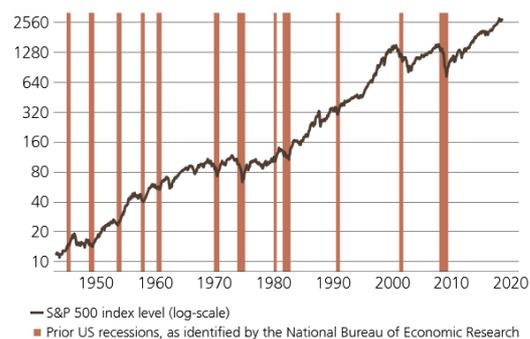
### **Scénario haussier (probabilité: 10-20%): forte croissance américaine, inflation modérée, marché haussier**

Dans notre scénario haussier, les investisseurs et les entreprises aux Etats-Unis et dans le monde pourraient à nouveau consacrer leur attention à la solidité des fondamentaux économiques, plutôt qu'au risque politique imminent causé par la forte imprévisibilité de la politique étrangère de la Maison Blanche. Dans ce contexte, l'investissement des entreprises pourrait s'accélérer considérablement et l'économie américaine devrait connaître une croissance vigoureuse sans une reprise inquiétante de l'inflation ou des anticipations d'inflation. La Fed n'aurait pas à relever ses taux rapidement et reviendrait probablement à sa trajectoire précédente d'une hausse de taux d'intérêt par trimestre. Un taux des fonds fédéraux de 4% pourrait être atteint d'ici fin 2020, et les actions américaines et mondiales pourraient retrouver un marché haussier au cours des deux prochaines années grâce à une nouvelle croissance cyclique mondiale.

### **Conclusions relatives aux investissements**

#### **Idees d'investissement pour le scénario baissier**

Une hausse de l'inflation amenant la Fed à mettre un terme au cycle économique américain serait l'un des pires résultats pour les marchés mondiaux au cours des 12 à 18 prochains mois. Après une période de performance modeste au mieux, en parallèle à la hausse des taux de la Fed (la «phase 1» du scénario), les actions mondiales subiraient probablement une forte baisse appelée à durer (la «phase 2»). La durée moyenne d'un marché baissier des actions est de 13 mois et nous



Source: Macrobond, UBS, au 26 mars 2018.

### **Accélération du cycle de relèvement des taux de la Fed**

Performance relative prévue des actifs dans le scénario baissier, par catégorie de classe d'actifs\*

Catégorie	Surperformance relative	Sous-performance relative
Actifs croisés	Obligations de haute qualité Obligations américaines indexées sur l'inflation Bons du Trésor américain	Actions Crédit à haut rendement Actifs des marchés émergents
Actions internationales	Suisse Royaume-Uni	Japon Etats-Unis
Actions des ME	Chine Hong Kong Asie hors Japon	ME
Secteurs des actions américaines	Santé Télécommunications Cons. de base Services aux collectivités	Matériaux Industrie Cons. discrétionnaire Informatique
Secteurs des actions de l'UEM	Santé Télécommunications Cons. de base Services aux collectivités Energie	Matériaux Finance Cons. discrétionnaire Informatique Immobilier
Actions ESG mondiales	Leaders des normes ESG**	Engagement ESG***
Obligations	Obligations de haute qualité Obligations américaines indexées sur l'inflation Bons du Trésor américain 10 ans Asie IG	Haut rendement en USD Haut rendement en EUR Crédit ME Asie HY
Matières premières	Or	Métaux de base
Monnaies	Dollar US Franc suisse Yen japonais	Zone euro Monnaies ME Autres monnaies cycliques

\*Remarque: ce tableau présente l'évaluation par le CIO de la performance relative des classes d'actifs au sein de chaque catégorie dans un scénario donné. Les opinions exprimées ici ne représentent pas des recommandations relatives à la performance des classes d'actifs par rapport aux liquidités ou relatives à la performance des catégories de classes d'actifs. Ces opinions peuvent également différer des recommandations de l'UBS House View, qui sont établies en analysant plusieurs scénarios, plutôt qu'un résultat de scénario spécifique.

\*\*Leaders des normes ESG: actions d'entreprises qui gèrent des problématiques ESG cruciales et qui savent mieux que leurs concurrents saisir les opportunités offertes dans le domaine ESG.

\*\*\*Engagement ESG: approche où les gérants de fonds prennent des participations dans le capital d'une entreprise et interviennent activement de manière à inciter la direction de l'entreprise à améliorer sa performance ESG. Cette approche est particulièrement intéressante pour les petites et moyennes entreprises.

Source: UBS, au 28 août 2018.

### **Dates importantes**

- **04 Sep 2018:** Données sur l'activité des entreprises américaines (ISM)
- **07 Sep 2018:** Rapport sur le marché de l'emploi américain
- **26 Sep 2018:** Réunion de la Fed (hausse des taux prévue)

nous attendons à ce que les actions américaines perdent 30% de leur valeur en termes de capitalisation au cours de cette période. D'autres marchés actions pourraient subir des baisses encore plus marquées, en particulier si des effets secondaires, tels qu'une crise de la dette en Italie ou une crise touchant les marchés émergents, venaient à éclater.

Les investissements dans des valeurs refuges comme les obligations (obligations de haute qualité, bons du Trésor américain, obligations américaines indexées sur l'inflation), l'or et certaines monnaies (dollar américain, franc suisse, yen japonais) devraient offrir une protection dans un tel scénario. Les obligations de haute qualité et les bons du Trésor américain pourraient souffrir au départ (c'est-à-dire pendant la phase 1) en raison d'une inflation et de taux d'intérêt plus élevés, mais ces classes d'actifs figureraient probablement parmi les plus performantes au cours du marché baissier suivant (phase 2). A l'inverse, les actifs tels que l'or et les obligations américaines indexées sur l'inflation pourraient offrir une protection accrue pendant la phase 1 du scénario, tandis que leur appréciation au cours de la phase 2 pourrait être moins prononcée.

Pour obtenir une liste complète des opinions du CIO à l'égard des classes d'actifs dans le scénario de risque baissier suite à un resserrement accéléré de la Fed, veuillez vous reporter au tableau de droite.

## Chine: net ralentissement économique

La Chine va-t-elle connaître un net ralentissement économique en 2019?

### Evolutions récentes

#### Contexte

A la suite de la récente vague de mesures tarifaires et des menaces américaines brandies contre la Chine, le CIO a abaissé ses prévisions de croissance de la Chine pour le deuxième semestre 2018 et pour 2019. Nous maintenons toujours un point de vue général positif sur la Chine, malgré les obstacles extérieurs créés par les droits de douane et le bras de fer avec les Etats-Unis. Cependant, nous reconnaissons également que ces difficultés augmentent les risques de dégradation de la croissance chinoise au cours de l'année à venir. Notre nouveau scénario de risque baissier pour la Chine envisage un net ralentissement économique en 2019.

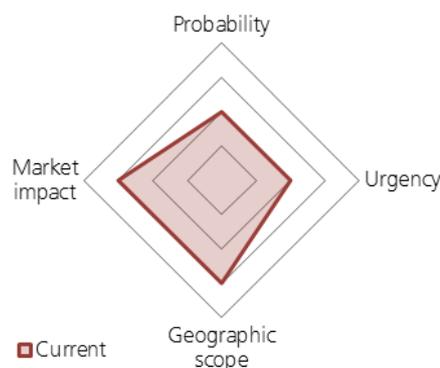
Un choc de croissance externe, comme celui provoqué par l'introduction soudaine de restrictions commerciales, n'a pas les mêmes implications économiques pour la Chine que pour les Etats-Unis. Contrairement aux Etats-Unis, la Chine est une économie fortement dépendante du gouvernement, qui est également en train d'effectuer la transition vers une croissance tendancielle plus lente. Sa monnaie, le renminbi (CNY), est soigneusement contrôlée et ajustée par rapport à un panier pondéré. Le ratio dette/PIB de la Chine reste relativement stable à un niveau très élevé, après une période de resserrement de la politique réglementaire. La Chine dégage également un excédent commercial en baisse avec des baisses occasionnelles du déficit courant, parallèlement à des réserves de change stables.

Les interventions des pouvoirs publics ont toujours été et continuent d'être la principale ligne de défense de la Chine contre les chocs externes et les déséquilibres internes. Au cours des derniers mois, la politique chinoise est passée du «désendettement» de l'économie à un «endettement stabilisateur», ce qui signifie que le ratio dette/PIB pourrait remonter lentement à env. 280% du PIB afin de compenser les obstacles externes à la croissance. Cette politique apportera un soulagement à court terme, mais une hausse de l'endettement accroît également le risque en ce qui concerne la viabilité de la dette à long terme, au vu du ralentissement continu de l'économie chinoise. Des projets politiques plus ambitieux, tels que l'accélération de l'ouverture du marché, la promotion plus active du libre-échange à l'échelle régionale et les réformes structurelles nationales, pourraient être désormais prioritaires, mais il faudra encore du temps pour que ces projets aient des retombées positives significatives sur l'économie.

**Tendance** Rising  
**Probabilité** Low

#### Dimensions de risque

Evaluation du CIO



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

Source: UBS, août 2018.

## Notre point de vue

### Notre scénario de base: sur la voie de la modération

Le CIO reste optimiste quant à la stabilité financière et aux perspectives de croissance de la Chine, même après la révision à la baisse du PIB liée aux droits de douane américains. Avec des prévisions de croissance du PIB de 6,5% cette année et de 6,2% en 2019, la trajectoire économique de la Chine reste très forte par rapport à ses pairs. Depuis longtemps, un consensus général se dégage sur le fait que le ralentissement économique de la Chine est un effet secondaire sain et nécessaire du désendettement et de la transition vers un modèle de croissance plus durable. Ainsi, malgré le ralentissement, la Chine reste un marché prisé par les entreprises et les investisseurs mondiaux.

En définitive, au vu du bon bilan en matière de politique économique affiché par le gouvernement chinois jusqu'à présent, celui-ci devrait être en mesure de maîtriser ses déséquilibres économiques, du moins jusqu'à preuve du contraire, malgré une conjoncture politique et économique plus difficile à l'échelle mondiale.

### Notre scénario baissier (probabilité: 10-20%): net ralentissement économique

Compte tenu du récent discours de la Maison Blanche, il n'est pas inconcevable que les Etats-Unis imposent des restrictions à l'investissement et des droits de douane de 10 à 25% sur env. 500 milliards USD d'importations annuelles chinoises avant 2020. Les implications économiques d'une telle mesure iraient bien au-delà des prévisions de notre scénario de base, ou de ce que le marché intègre actuellement.

Dans un tel scénario, la Chine connaîtrait un ralentissement beaucoup plus marqué en 2019 que ce que prévoit notre scénario de base, la croissance du PIB à l'échelle du pays chutant à environ 5% pendant au moins deux trimestres. La balance courante de la Chine pourrait également se détériorer davantage, étant donné la forte probabilité d'un ralentissement des exportations lié aux droits de douane. Ces conditions pourraient amener l'USDCNY à se déprécier nettement au-delà de 7,5 en l'espace d'un trimestre, parallèlement à une forte baisse des réserves officielles de change, obligeant le gouvernement à resserrer davantage les contrôles de capitaux. Dans ce contexte, il est peu probable que la contagion sur les marchés mondiaux puisse être évitée.

### Notre scénario haussier (probabilité: 0-10%): accélération de la croissance du PIB à 6,6-6,8%

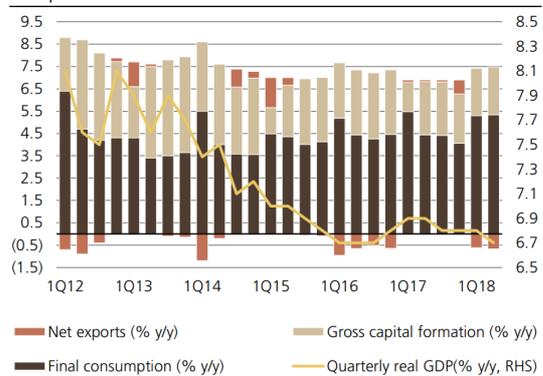
Sachant qu'un ralentissement ordonné serait considéré comme une normalisation bienvenue, l'accélération de la croissance chinoise constituerait une forte surprise positive, en particulier si les autres objectifs économiques, tels que le désendettement et la transition vers un modèle économique axé sur la consommation, continuent d'être atteints. Ce contexte permettrait à la balance courante chinoise de revenir au-dessus de 100 milliards USD. Les matières premières et les actifs à risque, en particulier ceux d'Asie et des pays émergents, s'apprécieraient considérablement dans un tel scénario.

## Conclusions relatives aux investissements

### Implications du risque baissier pour l'investissement

## La croissance du PIB de la Chine a ralenti au 2T 2018, en raison notamment des exportations nettes négatives

Croissance trimestrielle du PIB chinois et contribution des composantes



Source: CEIC, UBS, juin 2018.

## Chine: net ralentissement économique

Performance relative prévue des actifs dans le scénario baissier, par catégorie de classe d'actifs\*

Catégorie	Surperformance relative	Sous-performance relative
Actifs croisés	Obligations de haute qualité Bons du Trésor américain	Actions Actifs des marchés émergents
Actions internationales	Etats-Unis	Asie ME
Secteurs des actions américaines	Services aux collectivités Télécommunications	Energie Matériaux Industrie
Secteurs des actions de l'UEM	Cons. de base Santé Immobilier Télécommunications Services aux collectivités	Cons. discrétionnaire Energie Finance Informatique Industrie Matériaux
Actions ESG mondiales	Leaders des normes ESG**	Engagement ESG***
Obligations	Obligations de haute qualité Bons du Trésor américain 10 ans	Crédit ME Oblig. à haut rendement asiatiques Oblig. asiatiques en monnaie locale
Matières premières		Métaux de base Pétrole
Monnaies	Dollar américain Franc suisse Yen japonais	Monnaies asiatiques Zone euro Dollar australien Couronne norvégienne

\*Remarque: ce tableau présente l'évaluation par le CIO de la performance relative des classes d'actifs au sein de chaque catégorie dans un scénario donné. Les opinions exprimées ici ne représentent pas des appels relatifs à la performance des classes d'actifs par rapport aux liquidités ou à la performance des catégories de classes d'actifs. Ces opinions peuvent également différer des recommandations de l'UBS House View, qui sont établies en analysant plusieurs scénarios, plutôt qu'une issue spécifique à un scénario.

\*\*Leaders des normes ESG: actions d'entreprises qui gèrent des problématiques ESG cruciales et qui savent mieux saisir que leurs concurrents les opportunités offertes dans le domaine ESG.

\*\*\*Engagement ESG: approche où les gérants de fonds prennent des participations dans le capital d'une entreprise et interviennent activement de manière à inciter la direction de l'entreprise à améliorer sa performance ESG. Cette approche est particulièrement intéressante pour les petites et moyennes entreprises.

Source: UBS, au 28 août 2018.

Notre scénario baissier tablant sur une croissance de 5% en Chine ne mettrait pas fin au cycle économique mondial et ne déraillerait pas autant les marchés qu'une récession américaine ou une guerre commerciale mondiale induite par la Fed. Toutefois, un ralentissement prononcé en Chine ne passerait certainement pas inaperçu sur les marchés asiatiques et mondiaux. Les actifs à risque essuieraient probablement des ventes massives, avec en tête les actions asiatiques et émergentes, tandis que les placements dans des valeurs refuges tels que les obligations de haute qualité et les bons du Trésor américain s'apprécieraient. Les matières premières énergétiques et les métaux industriels subiraient également des baisses de prix importantes, car la plupart de ces produits sont principalement consommés par des entreprises chinoises (au total, la Chine utilise environ 50% de la production mondiale de métaux industriels). Les monnaies refuges, telles que le dollar américain, le franc suisse et le yen japonais, devraient s'apprécier par rapport à des monnaies plus cycliques, comme l'euro et les devises axées sur les matières premières, telles que le dollar australien et la couronne norvégienne, ainsi que face à l'ensemble des devises émergentes. Cependant, l'ampleur de l'appréciation du yen japonais dépendrait également de l'étendue de la contagion économique vers les Etats-Unis et le reste du monde.

Pour obtenir une liste complète des opinions du CIO à l'égard des classes d'actifs dans le scénario de risque baissier concernant la Chine, veuillez vous reporter au tableau de droite.

### Dates importantes

- **07 Sep 2018:** Données sur les réserves de change chinoises
- **08 Sep 2018:** Données commerciales chinoises
- **30 Sep 2018:** Sondages sur l'activité économique chinoise

## Choc de l'approvisionnement pétrolier

Quel serait l'effet d'un tel choc sur les marchés?

### Evolutions récentes

Le marché pétrolier semble se resserrer à nouveau. En effet, les données récentes de suivi indiquent une baisse considérable des exportations de pétrole iranien en août, avant même que les sanctions américaines contre l'Iran ne soient pleinement appliquées en novembre. Les prix du pétrole devraient continuer d'augmenter au cours des trois à douze prochains mois, compte tenu des nouvelles prévisions de croissance de la demande de pétrole au-dessus de la tendance cette année, tandis que la production iranienne et vénézuélienne continue de baisser. L'Arabie saoudite et les autres pays du CCG ayant maintenu leur production à un niveau élevé pour éviter un trop fort durcissement du marché pétrolier, les réserves de capacité vont sans doute tomber à leurs niveaux pluriannuels les plus bas au quatrième trimestre.

Les récents commentaires de responsables américains appuient notre opinion selon laquelle l'administration Trump maintiendra sa position intransigeante envers l'Iran. Plusieurs compagnies pétrolières ont déjà réduit leurs importations de pétrole iranien afin de ne pas se faire exclure du système financier américain.

### Notre point de vue

#### Scénario de base (probabilité : 60-70%): hausse limitée des prix du pétrole

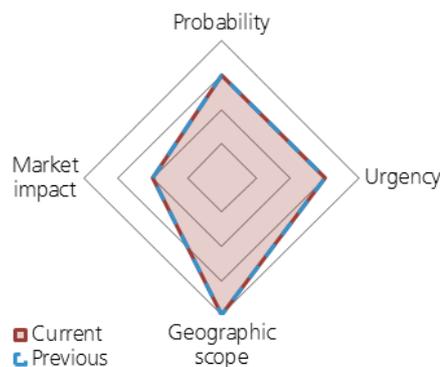
Le CIO table sur une remontée des prix du pétrole (Brent) à 85 USD le baril dans les trois à douze prochains mois en raison d'un marché du brut relativement tendu. Sachant que les sanctions pétrolières américaines contre l'Iran devraient être renforcées en novembre, 1 à 1,5 mbpj de pétrole pourraient disparaître du marché mondial, ce qui équivaut à un an de demande marginale supplémentaire dans le monde. L'OPEP et ses alliés devant augmenter leur offre pour compenser la perte des barils iraniens, les réserves de capacité pourraient tomber à des niveaux très bas et le groupe aurait une marge de manœuvre réduite pour faire face à d'éventuels chocs du côté de l'offre (voir Global Risk Radar: Choc de l'approvisionnement en pétrole, du 30 juillet). Ainsi, à court terme, les prix du pétrole devraient demeurer très sensibles aux perturbations de l'offre.

**Tendance**  
**Probabilité**

Stable  
Moderate

### Dimensions de risque

Evaluation du CIO



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

Source: UBS, août 2018

### Remarque: capacités excédentaires

Les capacités excédentaires se réfèrent au volume supplémentaire de production (de brut) pouvant être commercialisé de manière rapide et durable. Il s'agit d'un indicateur important de la vulnérabilité du marché pétrolier aux crises possibles; les cours pétroliers tendent à intégrer une prime de risque accrue lorsque les capacités excédentaires de l'OPEP atteignent de bas niveaux.

Source: UBS, août 2018

### Scénario de risque (probabilité : 20-30%): la montée des tensions perturbe les exportations d'énergie

Dans un scénario de risque axé sur des perturbations de l'offre de plus grande ampleur, les prix pourraient culminer à 120 USD le baril. Cette flambée pourrait être causée par une chute plus importante de la production iranienne que ne le prévoit notre scénario de base actuel, s'ajoutant aux perturbations de l'offre dans d'autres pays producteurs de pétrole particulièrement fragiles. Parmi les autres facteurs de risque, on peut citer la décision éventuelle de l'Iran de bloquer les exportations du golfe Persique dans le détroit d'Ormuz, qui est emprunté par plus de 30% du pétrole brut transporté par voie maritime. La persistance d'un blocage demeure toutefois très peu probable, car cela équivaldrait à une déclaration de guerre de l'Iran, et les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la France déploieraient probablement une flotte de navires de guerre dans le détroit afin de garantir le transport pétrolier. Les prix augmenteraient toutefois tant que le blocage persisterait.

In fine, le Moyen-Orient demeure, dans son ensemble, une source de tensions géopolitiques. De ce fait, le risque de troubles est toujours bien présent dans de nombreux foyers de la région, ce qui pourrait bouleverser encore l'approvisionnement mondial en pétrole.

### Scénario positif (probabilité: 10%): baisse limitée des prix du pétrole

Les risques de baisse des prix du pétrole pourraient résider dans une forte augmentation de la production de brut aux Etats-Unis et/ou une moindre croissance de la demande en Asie émergente du fait d'un ralentissement économique. Si celui-ci était contenu, en chutant à 50-70 USD, les prix du pétrole deviendraient un contributeur net positif à la croissance mondiale. Selon nous, il est très peu probable (10%) que les prix du pétrole retombent à des niveaux aussi bas.

### Conclusions relatives aux investissements

Lors des précédents grands chocs d'approvisionnement pétrolier, les actions mondiales avaient cédé quelque 15% en moyenne, mais s'étaient redressées en six mois. Du côté du crédit, les obligations à haut rendement européennes et celles des marchés émergents des pays importateurs de pétrole ont été particulièrement malmenées, mais elles se sont redressées en l'espace de trois mois. L'USD s'est initialement apprécié suite au repli des investisseurs sur les valeurs refuges, mais cette tendance s'est inversée par la suite. Les obligations de haute qualité ont offert traditionnellement une certaine protection, mais elles pourraient être moins efficaces aujourd'hui, sachant que la plupart des taux demeurent proches de leurs planchers historiques.

Au vu de la dynamique de croissance mondiale actuelle, les grandes économies sont parvenues à absorber la remontée de l'or noir à ce jour, comme nous l'avions prévu. Quoi qu'il en soit, si les prix du pétrole venaient à franchir le seuil de 100 USD le baril pendant une longue période, les retombées sur la croissance mondiale deviendraient négatives, en termes nets, car les gains réalisés par les producteurs ne pourraient alors gommer les pertes à l'échelle des consommateurs. En cas de hausse persistante des prix, les banques centrales pourraient être incitées à relever les taux d'intérêt afin de freiner l'inflation, accroissant ainsi le risque d'une récession par la suite.

### Les capacités excédentaires devraient tomber à un plus-bas historique

Les capacités excédentaires de l'Arabie saoudite, des Emirats arabes unis et du Koweït en millions de barils par jour (pointillés = prévisions)



Source: IEA, UBS, août 2018

### Choc de l'approvisionnement pétrolier

Performance relative attendue des actifs dans le scénario de risque, par catégorie de classe d'actifs\*

Catégorie	Surperformance relative	Sous-performance relative
Actifs croisés	Obligations de haute qualité américaines Pétrole brut	Actions des ME
Actions internationales	Canada Royaume-Uni Brésil Russie	Zone euro Japon
Secteurs des actions	UEM énergie Etats-Unis énergie	UEM biens de consommation discrétionnaire UEM biens de consommation courante
Obligations	Obligations de haute qualité américaines Obligations de pays émergents exportateurs de pétrole	Haut rendement en EUR Obligations de pays émergents importateurs de pétrole
Matières premières	Pétrole brut	Métaux de base
Monnaies	Couronne norvégienne Dollar canadien Livre britannique Rouble russe	Dollar US Roupie indienne

\*Remarque: ce tableau présente l'évaluation par le CIO de la performance relative des classes d'actifs au sein de chaque catégorie dans un scénario donné. Les opinions exprimées ici ne représentent pas des recommandations relatives à la performance des classes d'actifs par rapport aux liquidités ou relatives à la performance des catégories de classes d'actifs. Ces opinions peuvent également différer des recommandations de l'UBS House View, qui sont établies en analysant plusieurs scénarios, plutôt qu'une issue spécifique à un scénario.

### Dates importantes

- **04 Nov 2018:** Fin de la période transitoire de 180 jours et renforcement des sanctions pétrolières contre l'Iran
- **03 Dec 2018:** Réunion de l'OPEP à Vienne

Pour connaître les classes d'actifs susceptibles, selon nous, de profiter ou de souffrir d'un choc dans l'offre de pétrole, veuillez vous reporter au tableau de droite.

## Crise politique en Italie

L'Italie va-t-elle respecter les règles budgétaires de l'UE?

### Evolutions récentes

Le «contrat de gouvernement» conclu entre le M5S et la Lega ressemble de plus en plus à un manifeste politique, plutôt qu'à un document de politique. La réforme du système d'imposition des revenus et des sociétés, qui mènera en fin de compte à un système d'impôt forfaitaire, devrait être mise en place progressivement à compter de 2020. Le revenu minimum viendra plus tôt, mais sera mis en œuvre lentement, uniquement à titre temporaire et sous certaines conditions, tandis que la réforme des retraites sera peaufinée plutôt qu'annulée.

Bien que l'objectif ultime du gouvernement M5S-Lega soit peut-être d'éviter des écarts excessifs par rapport à la rigueur budgétaire, nous pensons que le processus de finalisation du budget sera difficile, et il faut s'attendre à des frictions entre le gouvernement italien et la Commission européenne (CE). Le gouvernement M5S-Lega voudra montrer au public une ligne plus dure que celle du gouvernement précédent. Nous pensons que les parties parviendront à un accord acceptable pour la CE et les marchés, mais les négociations pourraient s'avérer mouvementées et attirer l'attention des investisseurs.

Selon nous, la hausse récente des rendements ne devrait pas remettre en question la viabilité de la dette. Il est peu probable que les rendements actuels augmentent le coût du financement, même s'ils se révèlent durables (voir «Global sovereign monitor 2T18: Tighter times» du 19 juin).

### Notre point de vue

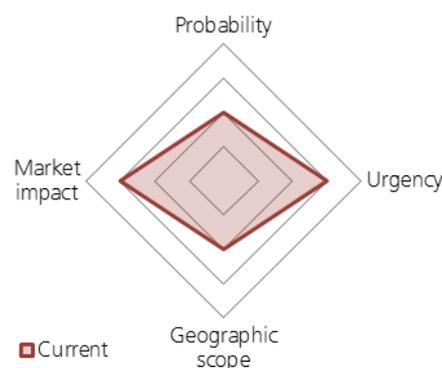
#### Scénario de base: poursuite des efforts de l'Italie et de la BCE

Les tensions au sein du gouvernement italien et avec la CE vont probablement s'intensifier avant la ratification de la loi budgétaire de 2019 prévue en octobre. Les politiques économiques de l'UE laissent en effet peu de marge de manœuvre budgétaire au gouvernement pour appliquer le programme de la coalition. Le CIO estime que les dirigeants de la Lega et du M5S conviendront d'une mise en œuvre progressive et plus diligente de leurs principales promesses électorales, à savoir un impôt forfaitaire, la réforme des retraites et un plan de revenu minimum garanti.

**Tendance** Stable  
**Probabilité** Low

### Dimensions de risque

Evaluation du CIO



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

Source: UBS, août 2018

### Impact par classe d'actifs

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

Eurozone equities	■	□	□	□
Euro (EUR)	■	□	□	□
Swiss franc (CHF)	□	□	■	□
Euro high yield bonds	■	□	□	□

### Scénario de risque: forte montée des tensions avec l'UE

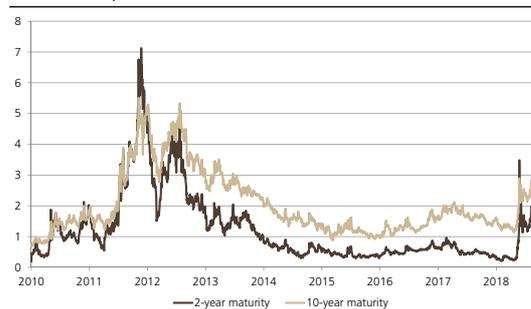
Dans ce scénario de risque, le gouvernement populiste italien, une coalition entre la Lega et le M5S, commence à mettre en œuvre d'importantes mesures d'assouplissement budgétaire. L'absence potentielle de rigueur budgétaire dans le budget 2019 alimente les tensions entre l'Italie et la CE, et suscite des craintes quant à la viabilité de la dette italienne à long terme. Sur fond de craintes croissantes d'une nouvelle crise de l'UEM, les retombées se font sentir dans des pays périphériques tels que l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Les institutions européennes demeurent réactives et s'en tiennent à une ligne dure face à l'Italie. Une évolution vers le scénario de 2011-2012 pèsera sur les actifs européens. Si des désaccords passagers sont très probables, le CIO estime que la probabilité d'une dégradation grave de la crise entre l'Italie et l'UE est faible.

### Conclusions relatives aux investissements

Pendant la crise de la dette dans la zone euro, les rendements des obligations souveraines italiennes et espagnoles à 10 ans ont franchi la barre des 7%. L'euro s'est raffermi face à la plupart des grandes monnaies, notamment face aux «valeurs refuges» comme le franc suisse. Un secteur bancaire sous pression a plombé les marchés boursiers de la zone euro. Nous considérons qu'il est fort improbable de voir un tel scénario se répéter et pensons que les rendements obligataires italiens actuels indemnise dans une large mesure les investisseurs pour le risque supplémentaire qu'ils prennent. A cet égard, nous préférons les obligations italiennes à court terme aux obligations espagnoles et portugaises.

### Le creusement des spreads reflète les craintes accrues au sujet de la dette du gouvernement italien

Différentiel de rendement entre les obligations italiennes et allemandes, en %



Source: Bloomberg, UBS, au 29 août 2018

### Dates importantes

- **27 Sep 2018:** Date limite de soumission au Parlement du document économique et financier (DEF)
- **15 Oct 2018:** Date limite de soumission d'un projet de plan budgétaire à la CE
- **31 Dec 2018:** Date limite d'approbation du budget

## Corée du Nord

Des doutes subsistent quant à la dénucléarisation de la Corée du Nord

### Evolutions récentes

Le 12 juin, lors d'un sommet historique entre le président américain Donald Trump et le dirigeant nord-coréen Kim Jong-un à Singapour, les deux hommes se sont engagés à œuvrer à la «denucléarisation complète» de la péninsule coréenne. Mais leur déclaration commune n'a pas précisé les moyens d'y parvenir. Comme nous le craignons, après des mois de tractations entre hauts responsables, les deux pays ont peu progressé, étant incapables de trouver un terrain d'entente pour établir une feuille de route nécessaire au démantèlement des armes nucléaires nord-coréennes. Certains rapports affirment que la Corée du Nord poursuit son programme de missiles entre-temps. La récente annulation du voyage prévu du secrétaire d'Etat américain Mike Pompeo dans le pays et la reprise des exercices militaires avec la Corée du Sud aggravent les incertitudes. Trump a invoqué l'absence de progrès dans les négociations sur la dénucléarisation et a également indiqué que la Chine n'était plus impliquée dans le processus en raison des tensions commerciales avec les Etats-Unis.

### Notre point de vue

#### Scénario de base: négociations diplomatiques

Notre scénario de base suppose que les efforts pour trouver une solution diplomatique à la dénucléarisation de la Corée du Nord se poursuivront, toutefois dans le cadre d'un processus qui risque d'être long et plein d'incertitudes. En attendant, les sanctions seront maintenues et la Corée du Nord devrait continuer à développer son arsenal nucléaire (tout en le cachant). Bien que les négociations puissent s'accompagner de regains de tensions temporaires, il est peu probable que la situation dégénère en conflit militaire.

#### Scénario extrême: montée des tensions militaires

Si les options diplomatiques sont épuisées, plusieurs scénarios pourraient faire monter les tensions: une attaque préventive des Etats-Unis, une agression militaire de la Corée du Nord contre la Corée du Sud, les Etats-Unis ou le Japon, ou une instabilité intérieure accrue menaçant le régime nord-coréen. Mais nous considérons ces hypothèses comme très improbables, malgré le peu de progrès des récentes négociations. Nous estimons à 10-20% la probabilité d'un tel scénario.

#### Risque à la hausse: accord nucléaire

Dans un scénario positif mais peu probable, les deux pays parviendraient à un accord à court terme, les Etats-Unis obtenant de la Corée du Nord un engagement à arrêter la production, le développement et la recherche d'armes nucléaires. Un tel compromis ouvrirait la voie à une ouverture économique et à une détente politique. Nous estimons à moins de 10% la probabilité d'un tel scénario.

#### Conclusions relatives aux investissements

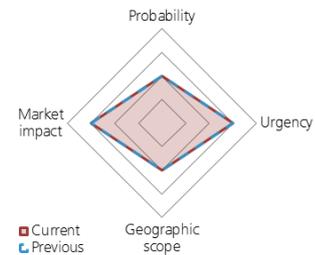
Les flambées de tensions dans la péninsule coréenne préoccupent de moins en moins les marchés mondiaux. Si la menace de la Corée du Nord contre Guam en août 2017 a fait plonger les actions pendant une semaine environ, son sixième test nucléaire en septembre n'a pas retenu l'attention des marchés plus d'une journée. La réaction des marchés à la Crise des missiles de Cuba dans les années 1960 tend toutefois à

**Tendance**  
**Probabilité**

Stable  
Low

#### Dimensions de risque

Evaluation du CIO



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

Source: UBS, août 2018.

#### Impact par classe d'actifs

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



#### Provocations de la Corée du Nord

Impact sur l'indice boursier de Corée du Sud (KOSPI)



Source: UBS, Bloomberg, rapports de presse, au 23 août 2018

#### Dates importantes

- **09 Sep 2018:** Fête nationale de la Corée du Nord
- **09 Sep 2018:** Xi Jinping se rendra à Pyongyang avant celle-ci
- **30 Sep 2018:** Les dirigeants nord et sud-coréens se réuniront à nouveau en septembre

indiquer que les marchés des actions peuvent rester calmes tant que le conflit demeure latent.

Pour les investisseurs qui souhaitent se couvrir contre le risque extrême de conflit militaire, une surpondération du yen japonais face au dollar taïwanais et une surexposition aux actions chinoises par rapport aux actions taïwanaises pourraient porter leurs fruits dans un tel scénario, selon nous.

## Disclaimer

**Recherche en investissements générique indépendante – Information sur les risques:** les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office sont préparées et publiées par Global Wealth Management, une division d'UBS Switzerland AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse), ses filiales ou ses entreprises associées («UBS»).

Les opinions de placement ont été préparées conformément aux dispositions légales conçues pour favoriser l'indépendance de la recherche financière.

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, de même que toute prévision, estimation et indication 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. Dans aucune circonstance, ce document ou toute information y figurant (y compris les prévisions, valeurs, indices ou autre montant calculé («Valeurs»)) ne peut être utilisé aux fins suivantes: (i) fins d'évaluation ou de comptabilisation; (ii) pour déterminer les montants dus ou payables, le prix ou la valeur d'un instrument financier ou d'un contrat financier; ou (iii) pour mesurer la performance d'un instrument financier, notamment aux fins de suivre le rendement ou la performance d'une Valeur, définir l'allocation d'actifs d'un portefeuille ou calculer les commissions de performance. Dès lors que vous avez reçu ce document et pris connaissance des informations qu'il renferme, il sera considéré que vous certifiez à UBS que vous n'utiliserez pas ce document, ou que vous ne vous appuyez pas sur lesdites informations, quelles qu'elles soient, pour aucune des fins susmentionnées. 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. Le négoce de futures et d'options ne convient pas à tous les investisseurs parce qu'il existe un risque important de pertes et que ces pertes peuvent être supérieures à l'investissement initial. 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. Sauf convention contraire dont il a été convenu par écrit, 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. 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 et qu'ils en fassent bénéficier leurs clients ou des parties tierces. **Allemagne:** l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE est agréée par, et placée sous, l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **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. **Australie:** 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. **Autriche:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit autrichien, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, avec établissement commercial sis Wächtergasse 1, A-10110 Vienne. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), et est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne (Finanzmarktaufsicht, FMA), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **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. **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. **Bésil:** 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. **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. Ce document est destiné uniquement à la clientèle professionnelle. UBS AG Dubai Branch est régie par le DFSA dans le DIFC. UBS AG/UBS Switzerland AG n'est pas autorisée à fournir des services bancaires dans les Emirats Arabes Unis (EAU) par la Banque centrale des EAU ni n'est agréée par l'Autorité fédérale de supervision des marchés financiers des Emirats Arabes Unis. Le bureau de représentation d'UBS SA à Abu Dhabi est agréé par la Banque centrale des Emirats arabes unis à faire office de bureau de représentation. **Danemark:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit danois, mais peut être distribuée par UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE, avec établissement commercial sis Sankt Annae Plads 13, 1250 Copenhague, Danemark, enregistré auprès de l'Agence danoise du commerce et des sociétés, sous le numéro 38 17 24 33. UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Denmark Branch, filiale d'UBS Europe SE est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'Autorité fédérale danoise de surveillance financière (DFSA) (Finanstilsynet), auxquelles le présent document n'a pas été soumis pour approbation. **France:** This publication is distributed by UBS (France) S.A., French "société anonyme" with share capital of € 125.726.944, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, to its clients and prospects. UBS (France) S.A. is a provider of investment services duly authorized according to the terms of the "Code Monétaire et Financier", regulated by French banking and financial authorities as the "Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution." **Germany:** The issuer under German Law is UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE est agréée par, et placée sous, l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Espagne:** la présente publication est distribuée à ses clients par UBS Europe SE, Sucursal en España, dont le siège social est sis Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, entité surveillée par Banco de España et la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. UBS Europe SE, Sucursal en España est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constituée sous la forme d'une Societas Europaea autorisée et réglementée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **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 d'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. **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 Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3 - 20121 Milan, la filiale d'une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» en vue de la fourniture de services financiers et surveillée par la «Consob». **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. Si des services sont fournis en dehors de Jersey, ils ne seront pas couverts par le régime de réglementation de Jersey. UBS AG, Jersey Branch est une filiale d'UBS SA, une société à responsabilité limitée par actions, constituée en Suisse dont les sièges sociaux sont sis Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Bâle et Bahnhofstrasse 45, CH 8001 Zurich. UBS AG, l'établissement principal de Jersey Branch est situé 1, IFC Jersey, Saint-Hélène, Jersey, JE2 3BX. **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 Europe SE, Luxembourg Branch, avec établissement commercial sis 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg. UBS Europe SE, Luxembourg

Branch est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité de surveillance fédérale allemande des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), et est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), ainsi qu'à l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF»), auxquelles cette 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 Europe SE, Netherlands Branch, une filiale d'une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» pour la fourniture de services financiers et surveillée par la «Autoriteit Financiële Markten» (AFM) des Pays-Bas, à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **République tchèque:** UBS n'est pas une banque autorisée dans la République tchèque et, de ce fait, n'est pas autorisée, à fournir des services de placement ou bancaire réglementés dans la République tchèque. Ce document est distribué à des fins de marketing. **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». **Suède:** cette publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit suédois, mais peut être distribuée par UBS Europe SE, Sweden Bankfilial avec établissement commercial sis Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Suède, enregistrée auprès du Swedish Companies Registration Office sous le numéro d'enregistrement 516406-1011. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). UBS Europe SE, Sweden Bankfilial est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank) et l'autorité suédoise de surveillance financière (Finansinspektionen), auxquelles le présent document a été soumis pour approbation. **Taiwan:** cette documentation est fournie par UBS AG, Taipei Branch, conformément aux lois de Taiwan, en accord avec, ou à la demande de, clients/prospects. **Thaïlande:** Ce document vous a été fourni en réponse à une demande que vous ou des personnes habilitées à agir en votre nom avez faite à UBS. Si vous avez reçu le document par erreur, UBS vous prie de bien vouloir supprimer l'e-mail et de l'en informer immédiatement. Il se peut que le document n'ait pas été examiné, approuvé, désapprouvé ou validé par une autorité financière ou réglementaire de votre juridiction. Les investissements concernés seront soumis à des restrictions et obligations en matière de transfert, comme indiqué dans le document; en recevant ledit document, vous vous engagez à respecter pleinement ces restrictions et obligations. Nous vous conseillons d'étudier attentivement votre objectif d'investissement, votre propension au risque et votre situation personnelle au regard du risque de l'investissement et de vous assurer que vous comprenez et faites preuve de diligence et de jugement dans l'examen de ces différents éléments. Nous vous recommandons de consulter des professionnels indépendants en cas de doute.

Version 08/2018.

© UBS 2018. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.

## Actifs non traditionnels

**Les actifs non traditionnels sont des investissements alternatifs qui englobent les hedge funds, le private equity, l'immobilier et les opérations à terme (collectivement désignés par l'expression «investissements alternatifs»).** Les parts de fonds d'investissements alternatifs (FIA) sont vendues aux seuls investisseurs qualifiés et uniquement à l'aide de documents comportant des informations sur les risques, la performance et les frais des FIA. Les clients sont invités à lire attentivement ces documents avant de souscrire et conserver des parts. Un investissement dans un FIA est de nature spéculative et comporte des risques substantiels. En particulier, ces instruments d'investissement (1) ne sont pas des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et ne sont pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que les OPCVM; (2) peuvent avoir une performance volatile; les investisseurs sont susceptibles de perdre une part substantielle, voire la totalité des sommes investies; (3) peuvent avoir recours à l'effet de levier et à d'autres pratiques d'investissement spéculatives pouvant accroître le risque de perdre les sommes investies; (4) sont des investissements illiquides réalisés sur le long terme; en général, il n'existe pas de marché secondaire pour les parts de tels fonds et il n'est pas prévu qu'un tel marché voie le jour; (5) les parts de FIA sont généralement illiquides et leur transfert est soumis à des restrictions; (6) ne sont pas toujours tenus de communiquer régulièrement aux investisseurs les informations relatives aux prix et à la valorisation; (7) impliquent en général des stratégies fiscales complexes; il se peut que les informations fiscales parviennent tardivement aux investisseurs; (8) comportent des frais élevés, dont les frais de gestion et autres débours qui réduisent d'autant les bénéfices.

Les parts de FIA ne constituent pas des dépôts ou des obligations et ne sont pas garantis ni avalisés par une quelconque banque ou autre institution dépositaire assurée et ne sont pas assurées au niveau fédéral par la Federal Deposit Insurance Corporation, le Federal Reserve Board ou tout autre organisme gouvernemental. Avant d'investir dans un FIA, les investisseurs intéressés doivent comprendre ces risques et avoir les moyens et la volonté de les endurer pendant une longue période. Les parts de FIA sont un placement qu'il convient d'envisager en complément d'un plan d'investissement global.

Outre les risques liés aux investissements alternatifs en général, il existe d'autres risques liés à un investissement dans ces stratégies:

- **Risque lié aux hedge funds:** investir dans des hedge funds comporte des risques spécifiques, dont les risques inhérents à la vente à découvert, à l'investissement dans les options, les petites capitalisations, les obligations spéculatives, les instruments dérivés, les titres en difficulté, les actions émises ailleurs qu'aux Etats-Unis et les investissements illiquides.
- **Gestion d'opérations à terme:** investir dans des contrats à terme comporte des risques spécifiques. Par exemple, tous les gérants ne se concentrent pas en permanence sur toutes les stratégies et les stratégies de contrats à terme peuvent comporter des éléments directionnels substantiels.
- **Immobilier:** investir dans l'immobilier et les fonds de placements immobiliers comporte des risques spécifiques: risqués associés aux titres de créance, à une dégradation de la conjoncture économique ou des conditions de marché locales, aux modifications du droit fiscal et immobilier ou des règles de zonage, aux appels de fonds et, pour certains produits, des risques associés à un éventuel traitement favorable en vertu du droit fiscal fédéral.
- **Private equity:** il existe des risques propres au private equity. Les appels de fonds peuvent être effectués moyennant un préavis court et l'incapacité à les honorer peut avoir des conséquences négatives importantes, ne se limitant pas à la perte de la totalité du capital investi.
- **Risque de change:** les investisseurs qui acquièrent des titres d'émetteurs situés en dehors des Etats-Unis doivent garder à l'esprit que les fluctuations de taux de change entre le dollar américain et la monnaie du pays de domicile de l'émetteur peuvent avoir des effets imprévus sur le cours boursier et la liquidité de ces titres, même s'ils sont libellés en dollars américains. Par ailleurs, ces titres impliquent d'autres risques (bouversements politiques, économiques ou réglementaires, par exemple) dont un investisseur américain n'a pas nécessairement connaissance.