

Marchés financiers mondiaux

La volatilité est de retour. Etes-vous prêts?

Chief Investment Office WM | 17 mai 2018 08:32 am BST | Traduction: 17 mai 2018

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, mark.haefele@ubs.com; Michael Ryan, CFA, Chief Investment Officer Americas; Kiran Ganesh, Strategist, kiran.ganesh@ubs.com; Jason Draho, Head of Asset Allocation Americas; Christopher Swann, Strategist, christopher.swann@ubs.com; Justin Waring, Investment Strategist Americas; Sagar Khandelwal, Strategist, sagar.khandelwal@ubs.com

- Après une année 2017 anormalement calme, la volatilité est revenue sur les marchés financiers. Nous ne pensons toutefois pas que son retour signale la fin du marché haussier.
- Nous recommandons de rester investi, tout en veillant à gérer judicieusement les risques.
- Les investisseurs détenant un portefeuille adéquatement diversifié sont bien positionnés pour ce retour de la volatilité. Mais maints autres ne le sont pas, et ils gagneraient à ajouter des sources de rendement et de diversification au-delà des indices d'actions et d'obligations traditionnels.
- Les portefeuilles concentrés sur des actifs familiers ou des sources de revenu à risque, ou ne contenant que peu de placements à long terme, bénéficieraient d'un passage en revue approfondi et d'un ajustement le cas échéant.
- Les investisseurs peuvent aussi renforcer leur portefeuille en l'alignant sur leurs objectifs financiers et en repensant le risque en termes de non-réalisation de ces objectifs, plutôt qu'en termes de volatilité quotidienne.
- Notre approche de gestion de fortune Liquidité. Longévité. Legs. (3L) peut améliorer la solidité du portefeuille, permettant d'atteindre les objectifs financiers même sur des marchés plus turbulents.

Table des matières

Points clés du rapport	Page
Chapitre 1a: Pourquoi une gestion prudente des risques s'impose	2
Chapitre 1b: Pourquoi il reste judicieux d'investir en actions	6
Chapitre 2: Comment investir tout en gérant les risques	10
Chercher au-delà des approches passives sur les marchés traditionnels	11
Gérer l'exposition au risque baissier des actions tout en préservant le potentiel haussier;	14
Repenser les sources de revenu à risque	16
Regarder au-delà des horizons familiers	19
Investir dans une optique à plus long terme	21
Conclusion	23

Après une année 2017 exceptionnellement calme, la volatilité a fait son retour sur les marchés financiers en 2018. La crainte d'arriver au bout du cycle va croissante, sur fond d'accélération de l'inflation, de hausse des taux d'intérêt américains et de fin de l'assouplissement quantitatif. Parallèlement, un conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine menace la croissance mondiale, en sus d'autres risques politiques et géopolitiques.

L'augmentation du risque et la normalisation de la volatilité ne signifient toutefois pas qu'investir est devenu inintéressant, ni que des pertes sont inévitables. En effet, la croissance mondiale reste bonne, les bénéficiaires affichent des gains robustes et les évaluations des actions demeurent attrayantes par rapport aux liquidités et aux obligations. En un mot, nous pensons que les positions en actions vont probablement se montrer payantes à court terme, et très certainement à long terme.

Ainsi, il convient à la fois d'investir et de gérer les risques. Les investisseurs détenant un portefeuille adéquatement diversifié sont bien positionnés pour ce retour de la volatilité.

Mais maints autres ne le sont pas, leur portefeuille affichant une multitude de faiblesses potentielles, telles qu'un recours excessif aux approches passives sur les marchés traditionnels, une gestion inadéquate du risque baissier des actions, la détention de positions concentrées dans des actifs bien connus, une focalisation trop grande sur la génération de rendement tout en négligeant les risques, ainsi que la prise de décisions de placement en fonction des événements du moment.

Nous estimons ainsi que, pour se préparer au nouvel environnement, les investisseurs doivent ajouter des sources alternatives de rendement et de diversification en sus des indices d'actions et d'obligations classiques, réduire la vulnérabilité du portefeuille aux pertes sur actions, sortir de leur cadre familial afin de diversifier les risques pays et sectoriels, envisager des sources de revenu autres que les crédits à risque et l'exposition excessive aux changes, et investir à long terme dans des actifs capables de dégager du revenu pendant le cycle de marché actuel et au-delà.

Les investisseurs gagneraient en outre à repenser leur définition du «risque». Le fait de l'envisager en termes de fluctuations quotidiennes peut les inciter, pendant les périodes d'incertitude accrue sur le marché des actions, à se tourner vers des actifs à faible volatilité tels que les liquidités. Cette approche peut toutefois priver le portefeuille de potentiel de croissance à long terme et l'exposer au danger de sous-performer l'inflation. En considérant plutôt le risque sous l'angle de la probabilité de réaliser les objectifs financiers, les investisseurs sont encouragés à appliquer des stratégies différentes dans la poursuite de buts aux horizons temporels divergents. C'est là la logique qui sous-tend notre approche de la gestion de fortune «Liquidité. Longévité. Legs.» (3L). Selon nous, il s'agit d'un cadre qui permet de mieux armer les investisseurs contre la hausse de la volatilité du marché et le potentiel de pertes.

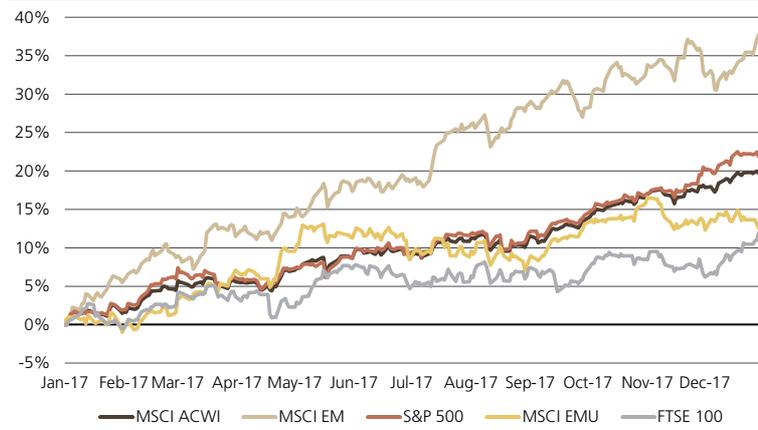
Chapitre 1a: Pourquoi une gestion prudente des risques s'impose

La volatilité est de retour

L'année 2017 a été exceptionnellement calme sur les marchés financiers. L'indice VIX de volatilité implicite de la bourse américaine s'est inscrit à 11,1 seulement en moyenne, le niveau annuel le plus bas jamais enregistré. Sur le marché obligataire également, la volatilité implicite a atteint un plancher historique. Au plan mondial, l'intervalle entre pics et creux des cours boursiers n'a pas même atteint 3% sur toute l'année 2017. Les actions internationales ont progressé de 20%, les principaux marchés livrant un résultat entre 12% (Royaume-Uni) et 38% (marchés émergents).

Fig. 1: Un parcours sans heurts en 2017

Performance globale des principaux marchés d'actions en 2017



Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

Mais il n'en va pas de même en 2018. Selon toute probabilité, les rendements seront inférieurs: nous tablons sur une performance annualisée des marchés boursiers entre 5 et 10%. Et la volatilité, avec le plus grand potentiel de pertes qu'elle implique, a déjà fortement augmenté. Sur les marchés mondiaux d'actions, la chute du pic au creux a atteint 9% entre janvier et mars, et la volatilité implicite a bondi à un niveau qui n'a été constaté que trois fois depuis la crise financière mondiale. Sur les marchés obligataires aussi, la volatilité s'est normalisée, sur fond d'incertitude quant à la trajectoire des taux d'intérêt américains. La période qui vient sera plus difficile à gérer que celle que nous laissons derrière nous.

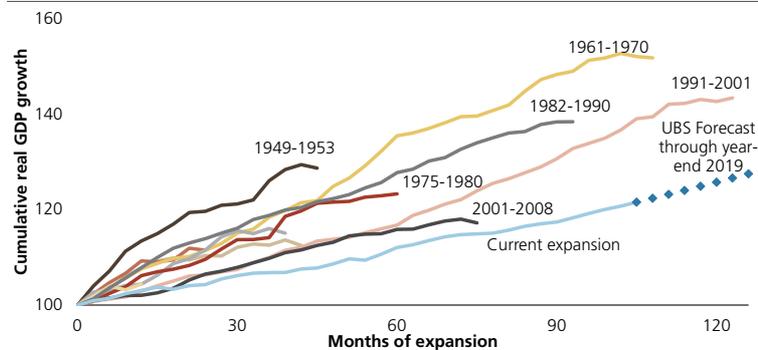
Cette modification de l'environnement de marché est due à plusieurs facteurs:

1. Le cycle arrive à maturation

Un bon moment s'est écoulé depuis la dernière récession mondiale de 2008-09. L'expansion a été particulièrement durable dans la plus grande économie au monde, les Etats-Unis, où elle est désormais la deuxième plus longue depuis la Seconde Guerre mondiale.

Fig. 3: Un cycle économique de longue durée

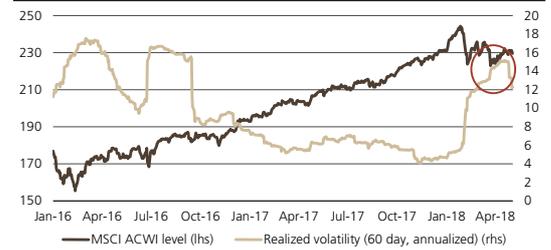
Croissance cumulée du PIB réel et mois d'expansion



Sources: St. Louis Federal Reserve, UBS, au 16 février 2018

Fig. 2: Retour de la volatilité

Indice MSCI All Country World (niveau, éch. de gauche) et volatilité réalisée (60 jours, annualisée, en %, éch. de droite)



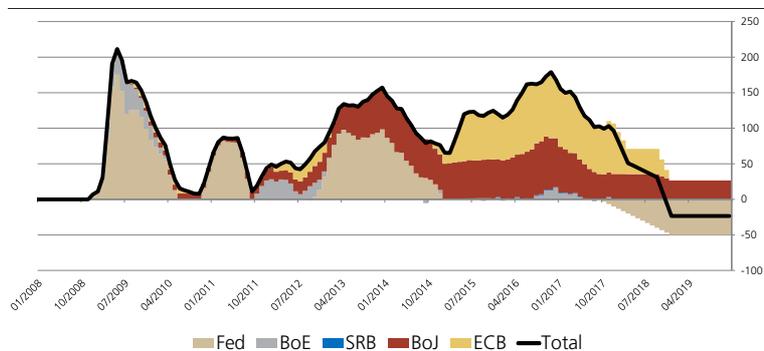
Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

Et certains signes indiquent que le milieu du cycle conjoncturel est nettement dépassé. Après près d'une décennie d'expansion, il devient plus difficile pour les entreprises d'accroître leur production. A seulement 3,9%, le taux de chômage américain est proche de son plancher historique. En Europe et au Japon, des enquêtes indiquent que les pénuries de main d'œuvre commencent à freiner la croissance. En outre, les entreprises doivent augmenter leurs salaires et leurs prix, ce qui contribue à l'accélération globale de l'inflation.

Pour prévenir une hausse par trop rapide du renchérissement, les banques centrales ont entamé, pour la première fois depuis la crise financière, le processus de soustraction de liquidités de l'économie mondiale. Certaines d'entre elles, notamment la Réserve fédérale américaine, sont déjà en train de relever leurs taux d'intérêt. L'abondance de liquidités conjuguée aux bas niveaux des taux d'intérêt de la dernière décennie ont contribué à réduire la volatilité et à doper les rendements des marchés financiers. Toutes autres choses restant égales, les mesures qui durcissent les taux et réduisent les liquidités entraînent un renchérissement des emprunts pour les entreprises et les ménages, un ralentissement de la croissance économique et des bénéfices des entreprises, ainsi qu'un regain d'incertitude quant aux rendements des placements.

Fig. 5: Les banques centrales retireront des liquidités d'ici fin 2018

Achats nets mensuels de titres par les principales banques centrales du monde, en milliards USD



Sources: Haver Analytics, UBS, mai 2018

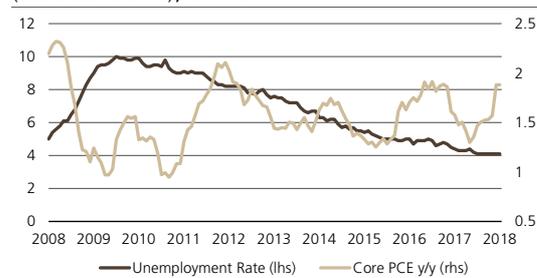
2. Le protectionnisme pose un danger

L'économie mondiale et les résultats des entreprises ont fortement profité de la vague croissante de mondialisation. Mais les initiatives protectionnistes, telles que celles avancées par le président américain Donald Trump en réaction au déficit jugé trop important de la balance commerciale américaine, posent un danger susceptible de remettre en cause ces gains.

En cas d'escalade notable des restrictions au commerce, par exemple si les Etats-Unis imposent des droits de douane élevés et généralisés sur les marchandises chinoises, nous anticipons un ralentissement de la croissance du PIB mondial de l'ordre de 0,5 à 1% sur un horizon de 12 mois en comparaison avec notre scénario de base. Si l'effet de frein atteint la partie haute de cette fourchette, la croissance mondiale, actuellement la plus rapide depuis sept ans, deviendrait la plus lente depuis neuf ans. Les actions mondiales en souffriraient, car les bénéfices des entreprises seraient plombés par la baisse des chiffres d'affaires et les droits de douane.

Fig. 4: Les tensions sur le marché de l'emploi aux Etats-Unis accentuent les pressions inflationnistes

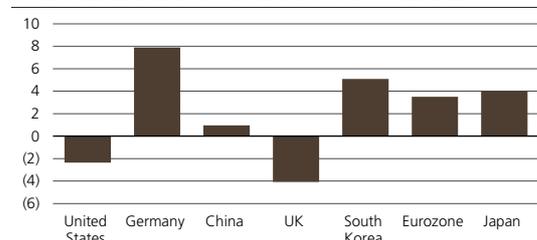
Taux de chômage américain (éch. de gauche) et inflation PCE sous-jacente en glissement annuel (éch. de droite), en %



Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

Fig. 6: La revanche des débiteurs?

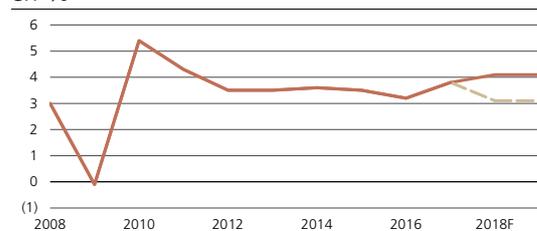
Solde de la balance courante en % du PIB



Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

Fig. 7: Croissance mondiale menacée par le protectionnisme

Prévision UBS de croissance du PIB mondial selon le scénario de base et le scénario protectionniste, en %



Sources: UBS, mai 2018

D'autres périls existent, y compris de nature géopolitique

Divers autres risques sont susceptibles de nuire à la croissance conjoncturelle et aux marchés d'actions internationaux, ou tout au moins d'en accroître la volatilité:

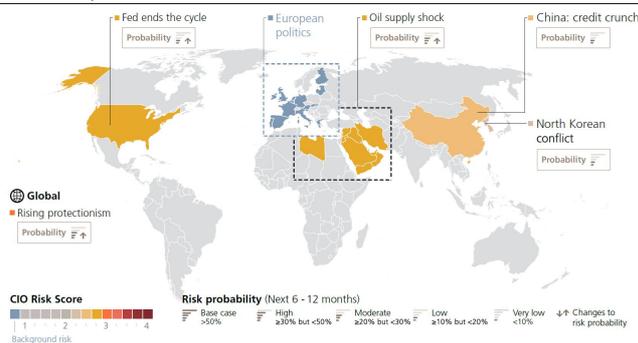
Le résultat des élections générales en Italie réduit la probabilité d'adoption des réformes nécessaires dans ce pays, ce qui augmente le risque à moyen terme d'une nouvelle crise de la dette dans la zone euro.

L'expansion du crédit qui a dopé l'économie chinoise a aussi porté sa dette totale de 152% du PIB en 2007 à 272% en 2017, ce qui crée la possibilité d'un assèchement régional du crédit, néfaste pour la croissance mondiale.

Les risques géopolitiques sont nombreux: citons notamment les tensions entre la Russie, les Etats-Unis, l'Iran et l'Arabie saoudite au Moyen-Orient, les disputes territoriales dans la mer de Chine méridionale et les négociations au sujet du programme nucléaire de la Corée du Nord. Au minimum, ces risques pourraient peser sur le moral des entreprises et les chaînes d'approvisionnement en matières premières. Pour de plus amples informations à ce sujet, veuillez consulter notre publication périodique *Global Risk Radar*.

Fig. 8: Global Risk Radar

Risques susceptibles d'influencer les marchés



Sources: UBS

Gérer l'incertitude

En bref, la période de volatilité exceptionnellement faible dont ont joui les investisseurs en 2017 a pris fin. En 2018, on a vu apparaître divers risques capables de mettre fin au cycle économique et d'amorcer une phase baissière pour les actions mondiales ou, tout au moins, de faire grimper encore la volatilité. Les investisseurs doivent mieux réfléchir au risque que ces dernières années: la fourchette des résultats financiers possibles s'est beaucoup élargie, et il convient de réagir en conséquence.

Chapitre 1b: Pourquoi il reste judicieux d'investir en actions

La présence d'un risque accru ne veut toutefois pas dire qu'investir est devenu inintéressant, ni que des pertes sont inévitables. Malgré la volatilité, la croissance mondiale reste bonne et recèle encore du potentiel. Les bénéfiques affichent des gains robustes et les évaluations des actions demeurent attrayantes par rapport aux liquidités et aux obligations. Selon nous, les positions en actions ont de bonnes chances de s'avérer payantes à court terme et d'excellentes chances à long terme. Le coût de s'abstenir d'investir est toujours considérable.

1. La croissance mondiale est bonne.

L'économie mondiale reste robuste. Sur les marchés développés, le bas niveau ou la baisse des taux de chômage ont gonflé la confiance, les revenus et les dépenses des consommateurs. La demande pour les exportations asiatiques s'en est trouvée stimulée. Pour 2018, nous prévoyons une croissance de l'économie mondiale similaire à celle de 2017; cette période de deux ans devrait donc être la meilleure enregistrée depuis 2010-2011.

2. La croissance des bénéfiques est solide.

La vigueur de l'économie dope les bénéfiques des entreprises, qui devraient selon nous grimper de 10 à 15% cette année à l'échelle mondiale.

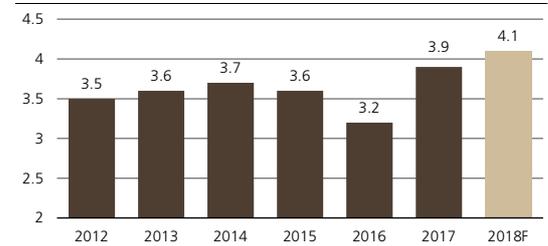
La croissance bénéficiaire est particulièrement élevée aux Etats-Unis, le plus grand marché d'actions au monde, grâce à la récente baisse de l'impôt sur les sociétés. Nous estimons que cet allègement fiscal va ajouter 8% aux bénéfices en 2018, portant la croissance annuelle totale à 16%.

3. La croissance a encore de la marge.

A notre avis, l'expansion de l'économie et des bénéfices n'a pas atteint son maximum. Le chômage est tombé à un bas niveau aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, mais d'autres mesures des capacités excédentaires, telles que le taux d'utilisation des capacités et le taux de participation au marché de l'emploi, indiquent qu'il existe encore une marge de progression pour l'économie.

Fig. 9: Une croissance mondiale robuste

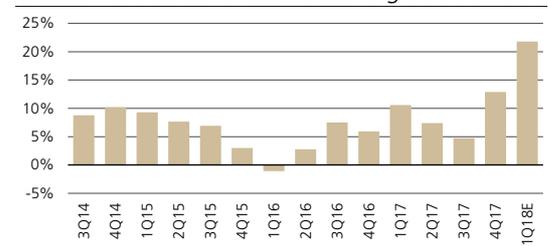
Croissance du PIB mondial, réelle et projetée par UBS, en %



Source: UBS, mai 2018

Fig. 10: Forte croissance bénéficiaire

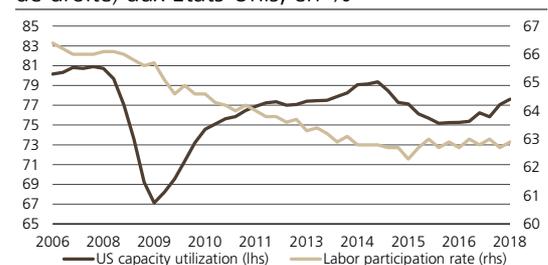
Croissance des bénéfices hors énergie du S&P 500



Sources: Thomson Reuters FactSet, UBS, mai 2018

Fig. 11: Marge de progression économique

Taux d'utilisation des capacités (éch. de gauche) et taux de participation au marché de l'emploi (éch. de droite) aux Etats-Unis, en %

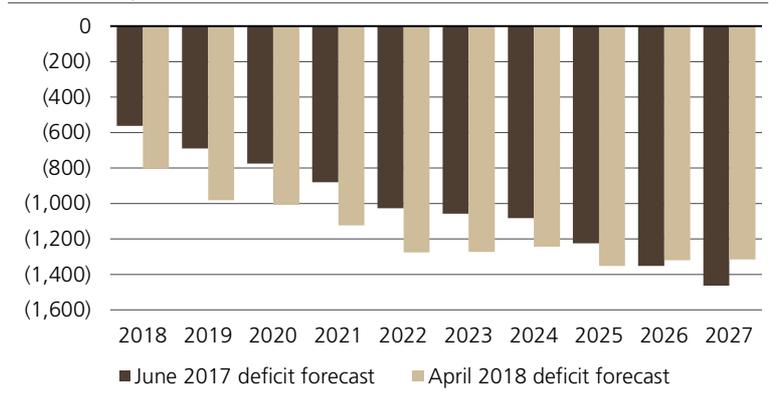


Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

Malgré la hausse du niveau d'endettement mondial provoquée par la flambée du crédit en Chine, les ratios dette/PIB des marchés développés restent généralement inférieurs aux niveaux d'avant la crise, surtout dans le secteur privé.

Et la croissance va être dopée dans le proche avenir par l'impulsion supplémentaire de 1500 milliards USD provenant de la réforme fiscale et de l'accroissement des dépenses.

Fig. 13: Croissance dopée par les mesures de relance américaines
Déficit budgétaire américain, en milliards d'USD



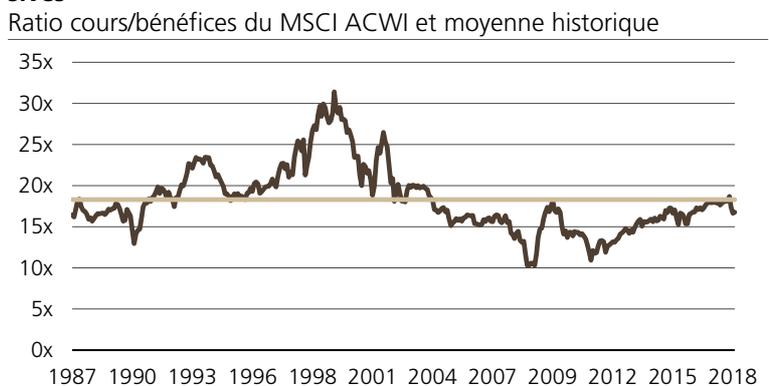
Sources: Congressional Budget Office américain, UBS, mai 2018

Globalement, nous tablons sur une croissance du PIB de 4,1% en 2018 et 2019, après un taux de 3,9% en 2017.

4. Les évaluations sont raisonnables en comparaison avec les obligations et les liquidités.

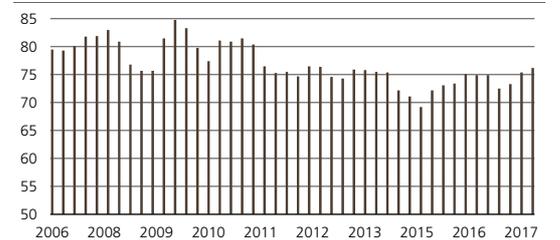
Contrairement à une impression assez répandue, les évaluations des actions ne sont pas élevées. Au cours des six derniers mois, les marchés boursiers internationaux ont grimpé de 3,8%, alors que les bénéfices ont progressé de 10,6%. Le ratio cours/bénéfices au plan mondial évolue actuellement à 16,7x, contre une moyenne de 17,8x sur 30 ans.

Fig. 15: Les évaluations des marchés d'actions ne sont pas excessives



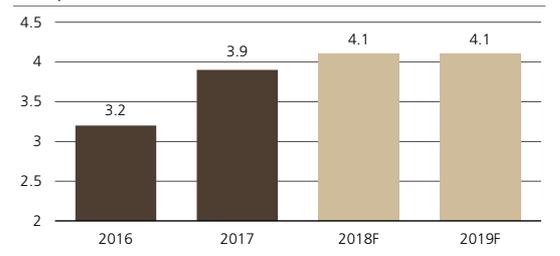
Sources: Thomson Reuters, UBS, mai 2018

Fig. 12: Les niveaux de dette évoluent globalement en deçà des niveaux d'avant la crise
Crédit aux ménages mondiaux, % du PIB



Remarque: ISBLSM = institutions sans but lucratif au service des ménages
Sources: Banque des Règlements Internationaux, UBS, mai 2018

Fig. 14: La croissance devrait se poursuivre
Croissance du PIB mondial, réelle et projetée par UBS, en %



Sources: UBS, mai 2018

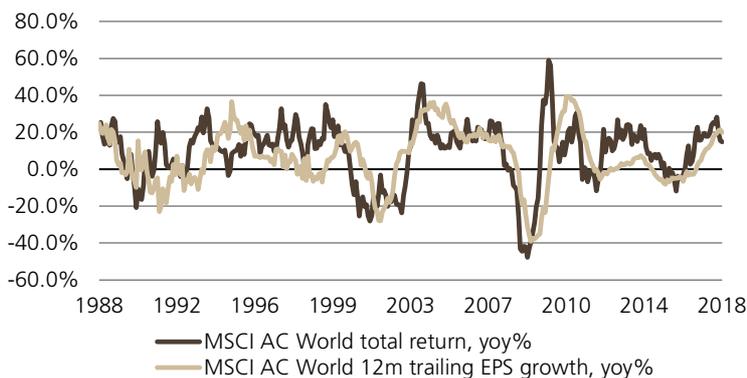
Par rapport aux obligations, les actions sont même remarquablement avantageuses. Leur prime de risque, qui mesure l'évaluation par rapport au rendement des obligations, évolue aux alentours de 5%, alors que sa moyenne à long terme est de 3,4%. Même sur le marché américain, plus onéreux, la prime de risque des actions de 4% dépasse la moyenne historique et reste attrayante face aux obligations et aux normes à plus long terme.

5. S'abstenir d'investir est probablement la mauvaise décision à court terme...

Les actions sont soutenues par le contexte favorable. Par le passé, leurs rendements se sont généralement montrés positifs dans un contexte de forte croissance bénéficiaire. A long terme, les cours boursiers tendent en effet à évoluer de pair avec le taux de croissance des bénéfices.

Fig. 17: Les cours des actions tendent à se mouvoir de pair avec le taux de croissance des bénéfices

Performance globale et croissance de BPA réalisé sur 12 mois pour le MSCI ACWI, glissement annuel en %



Sources: Thomson Reuters, UBS, mai 2018

Dans les périodes affichant des évaluations proches du niveau actuel, l'évolution subséquente des marchés a été le plus souvent positive. Historiquement, seuls les ratios cours/bénéfices supérieurs à 23x se sont soldés en moyenne par des pertes.

Et l'histoire montre que les rendements dans la seconde partie du cycle l'emportent typiquement sur ceux des phases antérieures. Si l'on examine les données depuis 1928, les performances dans la dernière année d'un marché haussier ont atteint 22% en moyenne, contre 11% dans les années intermédiaires.

Fig. 16: Les actions sont bon marché par rapport aux obligations

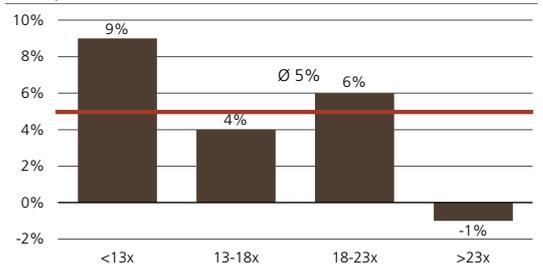
Surcroît de rendement des bénéfices réalisés sur 12 mois du MSCI ACWI par rapport au rendement sur l'indice Barclay des obligations en eurodollar (5-7 ans) notées Aa ou plus



Sources: Thomson Reuters, UBS, mai 2018

Fig. 18: Les rendements tendent à être positifs aux niveaux actuels d'évaluation

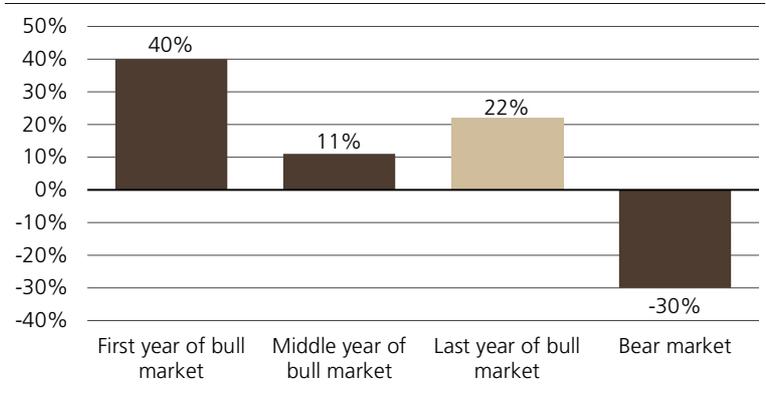
Performance globale moyenne du MSCI ACWI dans la période de six mois qui suit le moment où les évaluations évoluent dans la fourchette indiquée



Sources: Thomson Reuters, UBS, au 2 août 2017

Fig. 19: La vente prématurée peut s'avérer coûteuse

Evolution annualisée des cours du S&P 500 depuis 1928, par phase de marché



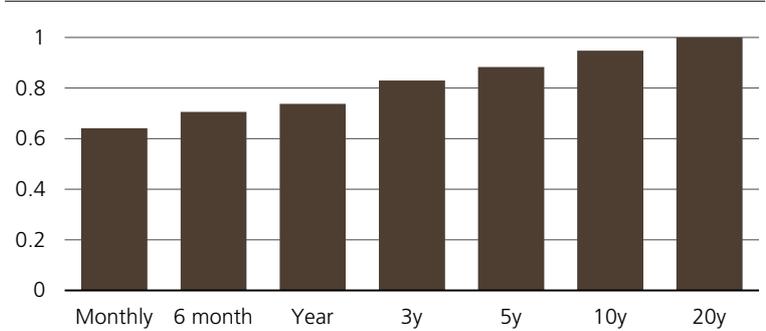
Sources: Bloomberg, UBS, novembre 2017

6. ...et très certainement la mauvaise décision à long terme

Abstraction faite des considérations à court terme, l'argument en faveur du placement à long terme en actions est quasiment indiscutable. En effet, sur des horizons plus longs, la probabilité de toucher un rendement positif est très élevée. Ainsi, 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 95% des cas. Et en termes composés depuis 1928, les actions ont livré un résultat supérieur d'un facteur de près de 200x à celui des liquidités et de plus de 50x à celui des obligations.

Fig. 20: Les gains à long terme sont très probables

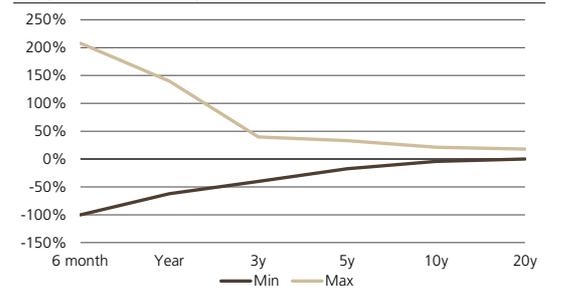
Probabilité d'un rendement total positif sur le S&P 500 depuis 1928



Sources: Robert Shiller, Bloomberg, UBS, mai 2018

Fig. 21: La fourchette de rendement diminue au fil du temps

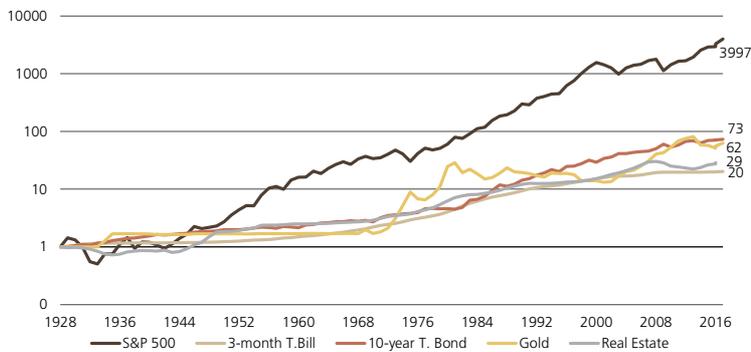
Taux de rendement total annualisé minimum et maximum sur le S&P 500 en fonction de la durée de placement depuis 1928



Sources: Robert Shiller, Bloomberg, UBS, mai 2018

Fig. 22: Les actions ont nettement surperformé les autres classes d'actifs sur le long terme

Rendements totaux du S&P 500, des bons du Trésor à 3 mois, des obligations du Trésor à 10 ans, de l'or et de l'immobilier sur une échelle logarithmique



Sources: Aswath Damodaran, Stern Business School, New York University, Bloomberg, UBS, en 2017

Chapitre 2: Comment investir tout en gérant les risques

Dans un environnement de risque accru allié à un potentiel de rendements positifs, les investisseurs doivent continuer d'investir, tout en gérant judicieusement le risque associé.

Selon nous, les personnes détenant un portefeuille adéquatement diversifié et assorti d'une gestion du risque sont bien positionnées pour le nouveau contexte de marché. Cependant, une analyse de nos données de positionnement révèle que bien des investisseurs sont mal préparés face à cette période de volatilité accrue:

- dépendance trop forte à l'égard des approches passives sur les marchés traditionnels;
- mauvaise gestion des risques baissiers des actions;
- priorité excessive à l'obtention de rendements élevés, tout en sous-estimant les risques associés;
- concentration sur les actifs «familiers» (p. ex. proches de chez soi ou dans un secteur bien connu);
- optique à trop court terme.

Pour se préparer au nouvel environnement, les investisseurs doivent selon nous adapter leur mode de pensée:

- ajouter des sources alternatives de revenu et de diversification, au-delà des indices d'actions et d'obligations classiques;
- réduire l'exposition au risque baissier du marché d'actions tout en préservant le potentiel haussier;
- envisager des sources de revenu autres que le crédit à risque ou une exposition excessive au marché des changes;
- diversifier les risques pays et sectoriels;
- investir dans une optique à plus long terme, en sélectionnant des actifs capables de dégager des rendements pendant le cycle de marché actuel et au-delà.

Tableau 1: Résumé

Investissement pour le contexte passé	Investissement pour le contexte futur	Idées d'investissement spécifiques
Dépendance trop forte des approches passives sur des marchés traditionnels.	Ajout de sources alternatives de revenu et de diversification, au-delà des indices d'actions et d'obligations classiques.	<ul style="list-style-type: none"> - Hedge funds - Bêta intelligent - Stratégies buy-write sur actions
Mauvaise gestion des risques baissiers des actions;	Réduction de l'exposition au risque baissier du marché d'actions tout en préservant le potentiel haussier.	<ul style="list-style-type: none"> - Options de vente - Couverture systématique - Barrier reverse convertibles
Concentration excessive sur l'obtention de revenus élevés, tout en sous-estimant les risques associés.	Considération des sources de revenu autres que le crédit à risque ou une exposition excessive au marché des changes.	<ul style="list-style-type: none"> - Portefeuille diversifié axé sur le rendement - Prolongation de la durée - Placement axé sur les dividendes
Concentration sur les actifs «familiers».	Diversification des risques pays et sectoriels.	<ul style="list-style-type: none"> - Diversification des actions au plan mondial - Emprunter pour diversifier - Placements nationaux à plus grande exposition internationale
Optique à trop court terme.	Investissement dans une optique à plus long terme, en sélectionnant des actifs capables de dégager un rendement pendant le cycle de marché actuel et au-delà.	<ul style="list-style-type: none"> - 3L - Thèmes d'investissement à plus long terme - Investissement durable - Private equity

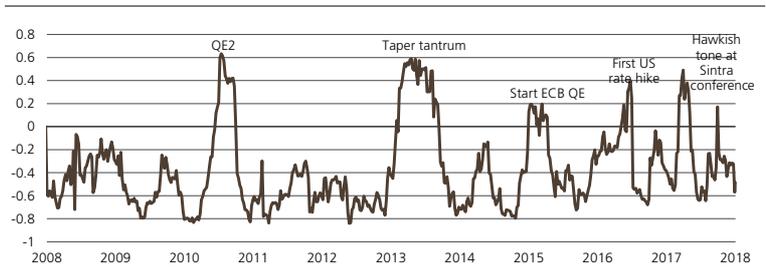
Chercher au-delà des approches passives sur les marchés traditionnels

Les dernières années se sont soldées par une forte performance pour les investisseurs détenant des portefeuilles équilibrés traditionnels composés d'actions et d'obligations. Ainsi, le mouvement haussier des portefeuilles 60% actions/40% obligations est le plus long jamais enregistré, avec des rendements annualisés de l'ordre de 10%.

Mais dans ce nouveau contexte de volatilité accrue, il faudra chercher au-delà des stratégies traditionnelles pour générer du rendement et limiter le risque. Pendant les périodes d'incertitude au sujet de la politique de taux d'intérêt, les corrélations entre actions et obligations peuvent augmenter, accroissant la volatilité des portefeuilles traditionnels fondés sur ces titres, et donc l'insécurité quant à leurs rendements.

Fig. 23: Les corrélations obligations-actions peuvent devenir positives dans les phases de revirement de la politique monétaire

Corrélation sur 13 semaines glissantes entre le S&P 500 et les bons du Trésor américain à 5 ans



Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

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

Idées de placement – ajouter des sources alternatives de rendement et de diversification

A nos yeux, trois sources susceptibles de soutenir les portefeuilles à l’avenir sont les hedge funds, le bêta intelligent et les stratégies «buy-write» sur les actions.

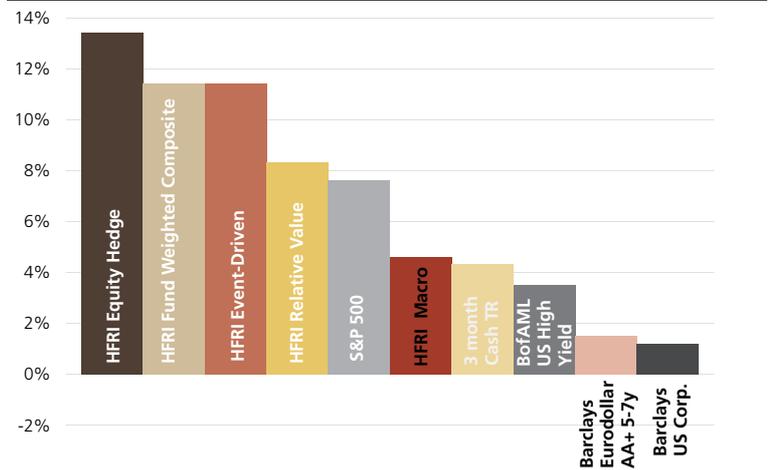
Hedge funds

Historiquement, les hedge funds ont démontré leur capacité à négocier les phases de fin de cycle plus efficacement que les actifs traditionnels. Certaines stratégies, dont macro/trading et valeur relative, peuvent tirer parti des périodes de tension sur les marchés en vue de générer des rendements positifs. Les hedge funds tendent par ailleurs à surperformer pendant les années de déclin des actions.

Sur la base du rendement absolu, les hedge funds ont typiquement aussi surpassé les autres classes d’actifs dans un contexte de hausse des taux d’intérêt américains, les stratégies equity hedge, event-driven et valeur relative se distinguant tout particulièrement. Pour de plus amples informations à ce sujet, veuillez consulter notre publication périodique *UBS Hedge Fund Monthly Extended*.

Fig. 25: La politique de la Fed favorise toujours les rendements des hedge funds

Rendement total annualisé des hedge funds durant les trois dernières périodes de relèvement des taux



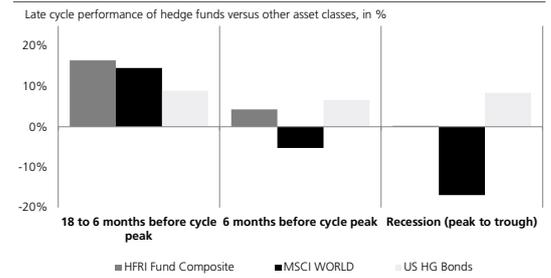
Sources: Bloomberg, UBS, avril 2018

Bêta intelligent

On entend par «bêta intelligent» les stratégies qui se fondent sur un indice de capitalisation boursière courant (tel que le MSCI USA ou le S&P 500) et qui en ajustent la composition pour tirer parti des primes de risque non traditionnelles liées à la prise de certains risques, aux facteurs structurels ou aux biais comportementaux des investisseurs. Les vecteurs de performance les plus fréquemment cités et affichant d’excellents résultats sont la dynamique, la qualité, le volume, la faible volatilité, la valeur et le dividende élevé. Selon nos recherches, cinq de ces vecteurs sont actuellement à l’œuvre (le

Fig. 24 Les hedge funds affichent de bonnes performances aux stades plus avancés du cycle

Performance en fin de cycle des hedge funds face aux autres classes d’actifs (sur la base des récessions américaines de 1990, 2001 et 2007), en %



Sources: Bloomberg, HFR, NBER, UBS, mars 2018

volume, la dynamique, la qualité, la faible volatilité et le dividende élevé) sur la base de nos trois critères, qui sont la rentabilité, la régularité et l'efficacité. Nous surveillons la robustesse de ces vecteurs sur une base annuelle.

Chacun d'entre eux a différents facteurs d'influence, ce qui veut dire que sa performance à court terme peut varier. Mais la détention diversifiée de plusieurs vecteurs s'est régulièrement soldée par de bons résultats. Un portefeuille contenant à parts égales les cinq vecteurs les plus fréquemment cités pour les Etats-Unis aurait surperformé le S&P 500 de 1,9% par an depuis 1998.

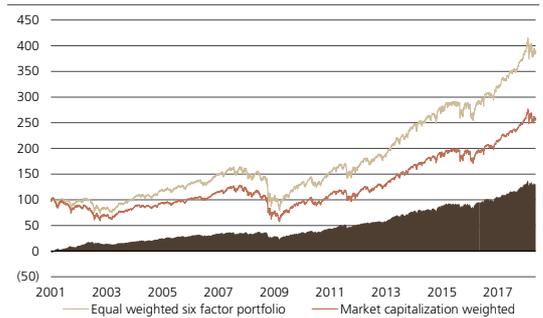
Stratégie «buy-write» sur les actions

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. De fait, les investisseurs échangent l'exposition au potentiel haussier important du marché d'actions contre un flux de revenu plus modeste, mais certain.

Historiquement, cette approche a présenté des caractéristiques attrayantes de risque-rendement. Ainsi, entre juin 1988 et janvier 2018, cette stratégie a égalé le rendement annualisé de l'indice, mais avec une volatilité annualisée moindre. 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 stade actuel du cycle, caractérisé par un déclin du rendement prévu des actions et une volatilité accrue, cette stratégie devient intéressante. Depuis le bond de volatilité du 26 janvier, l'indice BXY a surperformé de 1,8% le S&P 500 Total Return. Pour de plus amples informations à ce sujet, veuillez consulter la publication «Generate yield: buy-write on US equities».

Fig. 26: Historiquement, les stratégies de bêta intelligent ont surperformé l'indice MSCI USA pondéré en fonction de la capitalisation boursière

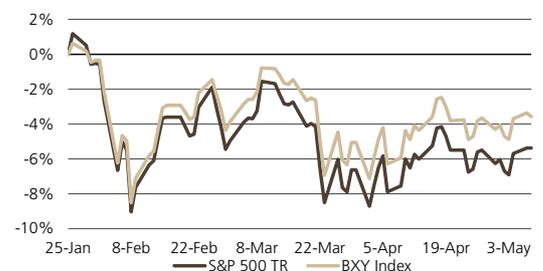
Performance normalisée à 100, avec indication de la différence absolue



Sources: Bloomberg, UBS, au 6 avril 2018

Fig. 27: Les stratégies buy-write peuvent surperformer dans un contexte de baisse ou stagnation du marché

Indices BXY et S&P 500 Total Return depuis le 25 janvier 2018



Remarque: Indice BXY = indice CBOE S&P 500 2% OTM BuyWrite

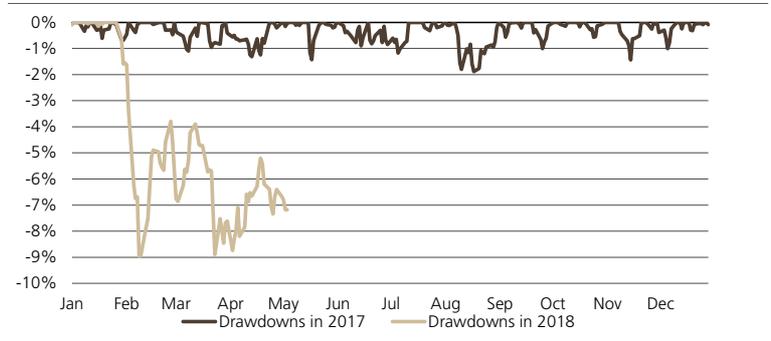
Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

Gérer l'exposition au potentiel baissier des actions tout en préservant le potentiel haussier

Pendant la phase de basse volatilité, il était plus rentable d'investir sans protection à la baisse, plutôt que de payer des primes d'assurance. Ainsi, les stratégies vendant une protection baissière, au lieu de l'acheter, ont engrangé des rendements supérieurs à la moyenne, tout du moins jusqu'à l'avènement de cette nouvelle phase de volatilité accrue. Jusqu'ici en 2018, les pertes réalisées ont dépassé celles de 2017, et nous ne pensons pas que le calme anormal de l'année dernière va revenir.

Fig. 29: Le plus grand écart entre les pics et creux de 2017 était anormalement faible

L'année 2018 marque le retour à un niveau plus normal de la volatilité réalisée (MSCI ACWI)



Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

Comme mentionné plus haut, nous pensons qu'il est important que les investisseurs conservent une exposition au potentiel haussier du marché d'actions. Mais dans ce nouvel environnement, ils doivent désormais le compenser par une certaine protection contre la baisse.

Idées de placement

Options de vente

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

Le prix de l'assurance, mesuré par l'indice VIX de volatilité implicite du marché des actions, évolue actuellement en deçà de sa médiane à long terme, ce qui veut dire que la protection est relativement bon marché. Par ailleurs, les investisseurs peuvent réduire encore le coût de la couverture en n'assurant qu'une partie de leur portefeuille ou en sélectionnant un prix d'exercice environ 10% hors de la monnaie.

Comme il est difficile de prévoir quand les risques extrêmes sont susceptibles d'entraîner une correction du marché, il semble judicieux d'opter pour des options de vente à échéance relativement longue, aux environs de 12 mois. Bien qu'elles soient plus coûteuses que les options de plus courte durée, elles offrent une protection plus durable.

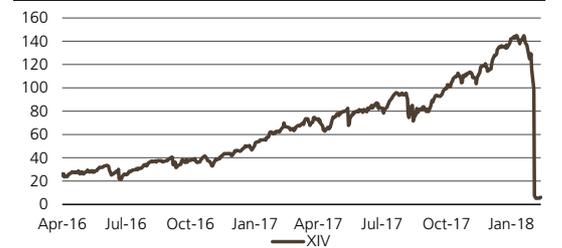
Couverture systématique.

Les investisseurs peuvent améliorer encore le coût et l'efficacité de la couverture en adoptant une approche plus systématique, dont:

- la sélection d'actifs de couverture à partir d'un vaste univers. Les options de vente sur les marchés les plus connus ou populaires,

Fig. 28: Les investisseurs positionnés en vue d'une volatilité durablement basse ont essuyé de lourdes pertes

Les produits négociés en bourse liés à l'indice VIX ont permis de profiter de l'accalmie des marchés



Remarque: VIX = indice CBOE de la volatilité.

Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

tels que le S&P 500, peuvent s'avérer plus onéreuses que celles sur les indices moins renommés ou utilisés;

- la recherche de marchés affichant des moins-values volatiles et corrélées pendant les phases de vente massive des marchés, et la diversification ou couverture active de cette position. Par exemple, les indices de la zone euro et d'Asie ont, dans un passé récent, tendu à subir des pertes plus fortes que leurs homologues américains pendant les phases d'incertitude sur les marchés.
- l'application d'une méthodologie qui achète systématiquement une couverture lorsqu'elle est «bon marché», plutôt que d'attendre une phase baissière pendant laquelle elle devient plus onéreuse.

A l'heure actuelle, nous estimons que la protection baissière qui offre la meilleure valeur réside dans les options de vente à trois mois et à delta de 25 sur l'indice Euro Stoxx 50, l'indice FTSE MIB (Italie) et l'indice Hang Seng China Enterprises.

Pour de plus amples informations à ce sujet, veuillez consulter notre publication périodique *Couverture systématique*.

Barrier reverse convertibles

Par barrier reverse convertible (BRC), on entend une obligation à court terme liée à un actif sous-jacent. Ce titre génère normalement un coupon et offre une protection baissière, pour autant que l'actif sous-jacent ne chute pas outre-mesure, tout en renonçant au potentiel haussier de ce dernier.

Les BRC peuvent être utiles en périodes de forte volatilité, car ils sont en mesure de fournir aux investisseurs un revenu plus prévisible. En phases de fluctuations élevées, les rendements offerts et les taux d'intérêt nominaux des BRC peuvent grimper, car la volatilité implicite augmente. En outre, la hausse des taux d'intérêt peut accroître le coupon, car les investisseurs exigent une compensation accrue pour financer l'émetteur.

Les BRC ne conviennent pas forcément aux investisseurs cherchant à se protéger contre un effondrement du marché (tel qu'on l'a constaté pendant la crise financière de 2008-09), mais ils peuvent livrer des rendements positifs en cas de repli plus modeste des actifs sous-jacents. En outre, ils ont historiquement subi des pertes moins grandes que les indices d'actions correspondants. Enfin, les BRC peuvent ajouter de la valeur dans le contexte d'un portefeuille en renforçant sa diversification et en réduisant sa volatilité. Les rendements les plus réguliers sont réalisés lorsqu'une stratégie de placement BRC est exécutée de manière cohérente et systématique.

Pour de plus amples informations à ce sujet, veuillez consulter nos rapports CIO *Barrierreverse convertibles*.

Tableau 2: Les BRC peuvent offrir un meilleur taux de rendement corrigé du risqué

	Portefeuille avec BRC	Portefeuille sans BRC
Rendement	36%	40%
Rendement (annualisé)	3.90%	4.20%
Volatilité	7.40%	8.90%
Rendement corrigé du risque	0.52	0.48
Perte maximale	-24%	-27%

Sources: Bloomberg, Deutsche Bank, UBS, mai 2018

Envisager des sources de revenu autres que le crédit à risque ou une exposition excessive au marché des changes

Cela fait près d’une décennie que les investisseurs évoluent dans un contexte de bas niveau des taux d’intérêt.

Comme les liquidités et les obligations de haute qualité ne dégagent aucun rendement, ils ont cherché à doper leur revenu en s’engageant dans des entreprises plus risquées, des monnaies étrangères, les marchés émergents ou, plus récemment, le dollar américain. Dans un contexte peu volatil, ces stratégies de quête de rendement se sont montrées payantes.

Avec le retour de la volatilité, les investisseurs doivent toutefois refaire le point. En effet, les portefeuilles détenant des positions excessives en crédit inférieur à investment grade ou en monnaies étrangères non couvertes pourraient désormais s’avérer vulnérables.

Le principal risque pour les investisseurs en obligations de qualité inférieure provient de la hausse des taux de défaut. Ces derniers évoluent actuellement aux alentours de 1,4% aux Etats-Unis et de 0,8% en Europe, contre une moyenne à long terme de 4%. En cas de retour vers cette moyenne, la performance des obligations notées CCC à C plongerait en territoire négatif, car ces titres n’offrent pas un rendement suffisant en compensation. Si les taux de défaut grimpent aux niveaux constatés pendant la crise financière, aucun segment du marché du haut rendement n’afficherait des rendements positifs.

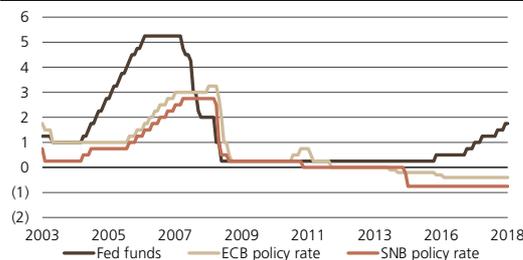
Mais même si les taux de défaut restent stables au cours des prochains mois, les obligations inférieures à investment grade demeurent confrontées au risque de creusement des spreads. Vu la faiblesse des rendements, il suffit d’une hausse des spreads de 110 points de base pour annihiler toute une année de performance des obligations BB libellées en USD. Et il ne s’agit pas là d’un événement extrême, l’écart-type des spreads s’inscrivant à 130 points de base. Pour les obligations en euro, un creusement de 50 points de base seulement gommerait 12 mois de rendement. Pour de plus amples informations à ce sujet, veuillez consulter notre rapport sur les marchés obligataires du 8 mai 2018, intitulé «Are you taking too much risk?».

Par ailleurs, les investisseurs qui s’exposent à un risque de change pour trouver du rendement courent eux aussi un danger. Le vaste différentiel de taux d’intérêt entre les monnaies à haut rendement telles que le dollar américain ou les monnaies émergentes et celles à faible rendement, telles que l’euro, le franc suisse et le yen japonais, incite naturellement les investisseurs à vendre ou emprunter ces dernières pour acheter les premières.

Mais si nos prévisions de change s’avèrent correctes, cette stratégie recèle un risque, car les pertes sur les taux de change peuvent aisément dépasser tout rendement touché sur l’actif obligataire correspondant. Ainsi, nous anticipons pour les prochains mois une appréciation des monnaies à faible rendement, dont l’euro et le yen. Selon nous, l’euro va se raffermir du fait de l’important excédent de la balance courante de la zone euro et de la fin prochaine de l’assouplissement quantitatif dans la région. Pour sa part, le yen compte parmi les monnaies les plus sous-évaluées au monde et bondira vraisemblablement en cas d’essoufflement des marchés mondiaux.

Fig. 30: Les bas taux d’intérêt ont régné pendant près d’une décennie

Taux de référence des fonds fédéraux, de la BCE et de la BNS

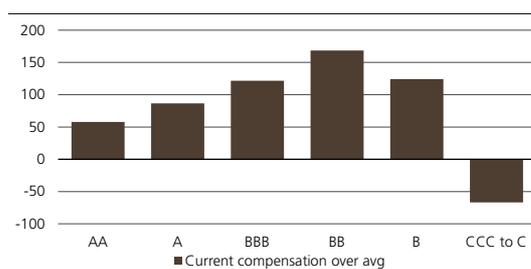


Remarque: Fonds fédéraux = taux des fonds fédéraux américains, BCE = Banque centrale européenne, BNS = Banque nationale suisse

Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

Fig. 31: Certaines catégories d’obligations d’entreprise n’offrent plus un rendement suffisant pour compenser les taux de défaut moyens

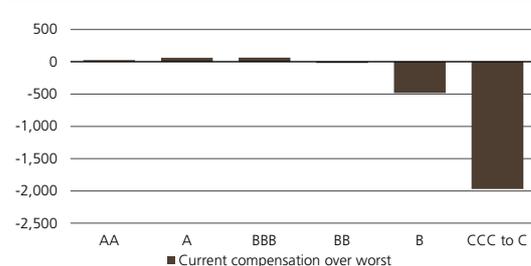
Taux annuels de perte de crédit, par lettre, 1983-2017



Sources: Moody's, ICE BAML, UBS, mai 2018

Fig. 32 Certaines catégories d’obligations d’entreprise n’offrent plus un rendement suffisant pour compenser les taux de défaut moyens

Taux annuels de perte de crédit, par lettre, 1983-2017



Sources: Moody's, ICE BAML, UBS, mai 2018

Abstraction faite de nos prévisions de change, nous sommes d'avis qu'une forte exposition aux monnaies étrangères ne constitue pas une façon optimale de réaliser du rendement. Les opérations de portage peuvent être avantageuses lorsque la volatilité est basse, mais sont souvent contre-productives pendant les périodes plus turbulentes. Et, supposant le maintien de la parité des taux d'intérêt, la performance globale attendue à long terme sur les placements en monnaie étrangère est nulle.

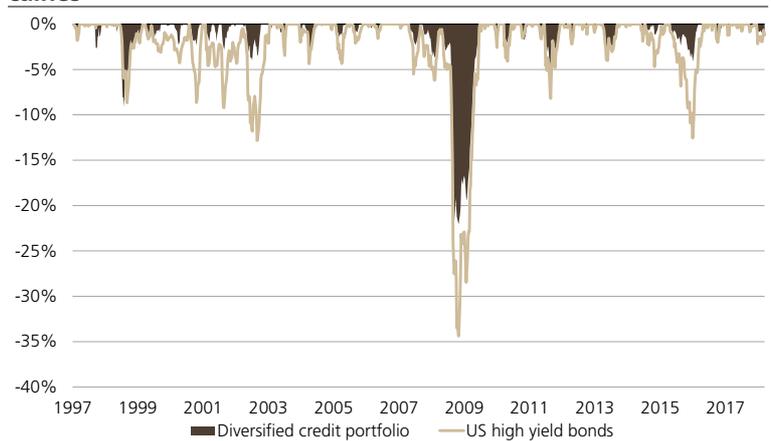
Idées de placement – diversifier l'exposition aux actifs à rendement et accroître la duration

Nous estimons qu'une position stratégique allant jusqu'à 20% d'obligations à haut rendement ne génère pas nécessairement un risque excessif pour le portefeuille, pour autant que ce dernier soit bien diversifié. Dans l'espoir de gonfler leur rendement, bien des investisseurs ont accumulé d'importantes positions en crédit inférieur à investment grade sans gérer adéquatement les risques correspondants. A notre avis, il existe de meilleures façons de dégager du rendement sans risques excessifs:

Détenir un portefeuille diversifié axé sur le rendement

Des positions concentrées en obligations à haut rendement ou actifs similaires sont considérablement plus risquées qu'un portefeuille largement diversifié entre maints types d'obligations, actions et autres actifs générant du revenu. 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.

Fig. 33: Un portefeuille de crédits diversifié a affiché de moindres pertes par rapport aux obligations à haut rendement américaines



Sources: Bloomberg, UBS, mai 2018

Investir en titres à dividendes

Les investisseurs doivent également envisager des sources de revenu autres que les actifs à revenu fixe traditionnels, par exemple en accroissant l'exposition aux actions à forte croissance du dividende au sein de leur portefeuille. Comme les rendements obligataires évoluent toujours aux niveaux les plus bas constatés depuis des générations, les taux de dividende actuels des marchés des actions paraissent comparativement attrayants. Plus important encore, l'investissement en entreprises capables et désireuses de s'engager à accroître ces dividendes au fil du temps permet de dégager des flux

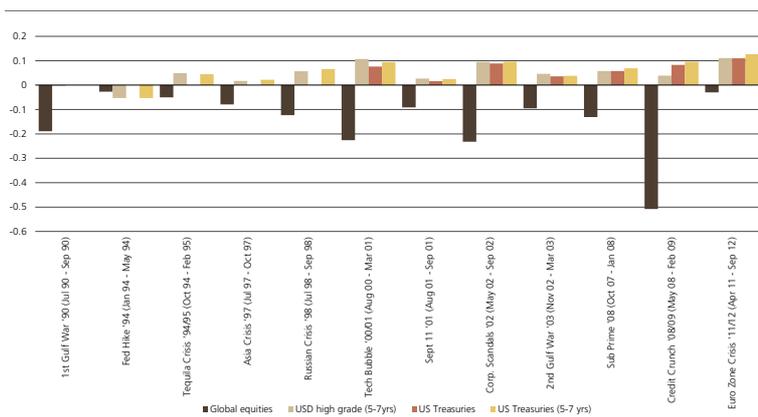
de revenu croissants sur un horizon à moyen ou long terme. Pour en savoir plus, veuillez consulter nos thèmes «Croissance des dividendes dans la zone euro», «Dividendes suisses de haute qualité» et «Dividendes britanniques diversifiés».

Accroître la duration

Outre le renforcement de la qualité du crédit et la diversification du risque correspondant, les investisseurs peuvent accroître de manière opportuniste la duration de leurs actifs obligataires en vue de dégager un rendement comparable avec un risque moindre pour leur portefeuille.

En particulier, les obligations de haute qualité en USD à duration plus longue offrent une rémunération potentiellement attrayante dans la foulée de la récente hausse des rendements des titres libellés dans cette monnaie, avec l'avantage supplémentaire que la valeur de ces emprunts tend à grimper en périodes de turbulence des marchés, compensant potentiellement les pertes sur d'autres actifs du portefeuille.

Fig. 34: Les bons du Trésor américain, un coussin efficace dans les périodes d'aversion au risque
en %



Sources: Bloomberg, UBS, avril 2018

Regarder au-delà des horizons familiers

Dans un environnement de volatilité accrue, il est impossible de prévoir lesquels des maints risques vont se concrétiser le cas échéant. Cela veut aussi dire qu'on ne peut pas être certain de la sécurité des placements dans un pays, un secteur ou une entreprise spécifique.

Pour atténuer le risque, les investisseurs doivent s'armer contre ce contexte plus instable avec une diversification appropriée entre pays, secteurs et titres.

Tableau 3: Les principaux scénarios en matière de risque affecteront les classes d'actifs de manière différente

Scénario de risque	Probabilité	Classe d'actifs susceptibles d'être négativement affectées
Politique de la Réserve fédérale mettant fin au cycle	10-20%	- Actions américaines, actions mondiales - Obligations à haut rendement des marchés développés - Crédit des marchés émergents - Energie et métaux de base
Guerre commerciale	20-30%	- Monnaies des marchés émergents - Actions, en particulier de pays possédant un important excédent de la balance commerciale avec les Etats-Unis (p. ex. Mexique, Japon, Allemagne) ou liés à la chaîne d'approvisionnement Etats-Unis/Chine (p. ex. Corée, Taiwan), - Obligations des marchés émergents
Choc de l'approvisionnement pétrolier	20-30%	- Actions, en particulier de pays importateurs de matières premières au marché à bêta élevé (p. ex. Japon, zone euro, Asie)
Escalade militaire en Corée du Nord	10-20%	- Actions asiatiques, de Corée et de Taiwan en particulier - Won coréen
Pénurie de crédit en Chine	10-20%	- Actifs asiatiques (actions, monnaies, crédit) - Matières premières mondiales, en particulier l'énergie et les métaux de base

Sources: UBS, avril 2018

A titre d'illustration, maints investisseurs américains aiment détenir des placements étroitement liés au S&P 500, car il s'agit d'un indice bien diversifié. Mais malgré sa bonne diversification géographique, il se caractérise aussi par une exposition concentrée à la politique monétaire américaine. En cette période où le cycle économique aux Etats-Unis est plus avancé que dans d'autres régions, il est plausible que la politique de la Réserve fédérale devienne un obstacle pour les bénéfices des entreprises américaines, et que les régions dont la banque centrale est plus accommodante s'en tirent mieux. Quoi qu'il en soit, les investisseurs diversifiés au plan mondial devraient enregistrer des rendements plus réguliers que ceux centrés sur les Etats-Unis. Depuis le début 2018 jusqu'à la date de rédaction de ce rapport, le S&P 500 a enregistré 28 séances affichant des mouvements dépassant 1%. Pour sa part, l'indice MSCI All Country World n'en a connu que 17, soit 40% de moins.

De même, les investisseurs helvétiques s'engageant dans des multinationales basées en Suisse peuvent se sentir en sécurité. Mais ils adoptent effectivement par là l'opinion selon laquelle il n'y aura pas d'augmentation notable des tensions commerciales mondiales, ni de bond des prix du pétrole. Les entreprises suisses dépendent fortement du commerce international et sont globalement consommatrices de pétrole. Une forte exposition à de grandes entreprises suisses individuelles, ainsi qu'à la volatilité du franc suisse, accroît donc l'incertitude.

Pour les investisseurs en Asie Pacifique, les choses sont un peu différentes. Ils bénéficient d'une exposition à la région connaissant la plus rapide croissance au monde. Mais cela a aussi son prix. En effet, l'indice MSCI China a affiché une volatilité proche du double de

celle du MSCI All Country World au cours des six derniers mois. Une plus forte croissance économique ne mène pas forcément à une meilleure performance du marché boursier. Ainsi, au cours de la dernière décennie, l'économie chinoise a connu une croissance plus de cinq fois plus rapide en moyenne que l'économie américaine (8,1% contre 1,4%). Malgré cela, entre le début 2008 et la fin 2017, le S&P 500 a grimpé de 82% alors que le Shanghai Composite a cédé 37%. Et en cas d'assèchement du crédit en Chine, ou d'escalade militaire en Corée du Nord ou en mer de Chine méridionale, les actions de la région pourraient se montrer particulièrement vulnérables.

Pour de plus amples informations à ce sujet, veuillez consulter notre publication périodique *Risk Radar*.

Idées de placement

La voie évidente à suivre pour les investisseurs détenant une concentration de risques consiste à diversifier, soit en accroissant le degré d'internationalisation de leur portefeuille d'actions, soit en passant à un portefeuille multi-actifs bien diversifié. Si ceci n'est pas faisable, d'autres options peuvent être envisagées:

Emprunter pour diversifier: certains investisseurs ne peuvent éviter une exposition excessive à des entreprises ou pays particuliers, par exemple s'ils doivent respecter des périodes de blocage applicables à des actions d'entreprise. 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. Les avantages d'une diversification plus vaste peuvent compenser le surcroît de coûts et de volatilité associés à l'emprunt. Pour de plus amples informations à ce sujet, voir notre rapport «Single-stock lending in a portfolio context».

Chercher une exposition internationale accrue par le biais de placements nationaux: Les investisseurs qui sont dans l'incapacité d'investir à l'étranger pour d'autres raisons peuvent également chercher à accroître la diversité au sein de leur portefeuille en cherchant à s'exposer aux multinationales de leur pays qui vendent leurs produits dans d'autres régions du monde. Bien que les risques politiques ou monétaires n'en soient pas complètement effacés, cette approche permet tout au moins de réduire l'exposition économique à une nation ou région individuelle et peut doper le potentiel de croissance du portefeuille par un placement dans des entreprises menant des activités internationales à plus forte croissance.

L'un de nos thèmes, «Bénéficiaires européens du monde émergent», repose sur l'identification des actions de la zone euro possédant une exposition de 20% au moins aux marchés émergents en expansion plus rapide. Notre sélection actuelle d'entreprises se caractérise par une exposition moyenne aux marchés émergents de 40% environ, ce qui est de bon augure pour la croissance des ventes et des bénéfices.

Investir dans une optique à plus long terme

Les investisseurs gagneraient en outre à repenser leur définition du «risque». Pour la plupart d'entre eux, les objectifs de placement consistent à satisfaire à une série de responsabilités financières – telles que les dépenses à la retraite, les vacances et les cadeaux aux petits-enfants – s'étendant sur des décennies, voire des générations. Dans ce contexte, le risque n'est pas une affaire de fluctuations quotidiennes, mais de savoir si le portefeuille est sur la bonne voie pour réaliser ces objectifs.

En construisant leur portefeuille en fonction de l'horizon associé aux objectifs financiers, les investisseurs peuvent atteindre le détachement voulu face à la volatilité à court terme et éviter la tentation d'essayer d'anticiper l'évolution du marché. C'est là le fondement de notre approche de gestion de fortune «Liquidité Longévité. Legs.» (3L) qui, selon nous, place les investisseurs en meilleure position pour atteindre leurs objectifs financiers:

- **Liquidité:** un portefeuille d'actifs plus stables permettant de maintenir le train de vie des investisseurs dans les trois prochaines années.
- **Longévité:** un portefeuille équilibré destiné à améliorer le train de vie des investisseurs en couvrant les dépenses requises jusqu'à la fin de leur vie.
- **Legs:** un portefeuille à long terme destiné à améliorer la vie des autres par la philanthropie et le transfert de patrimoine aux générations futures.

En adoptant cette approche, les investisseurs peuvent éviter les pièges comportementaux (et maintenir leurs placements pendant les périodes de turbulence sur les marchés) tout en gardant l'assurance d'être sur la bonne voie pour réaliser leurs objectifs financiers.

Idées de placement

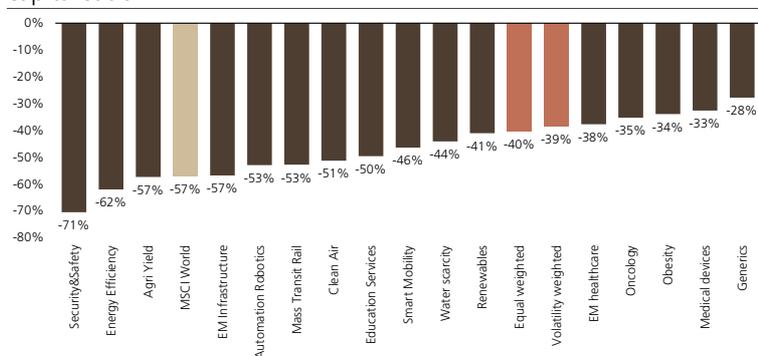
Quels sont donc les types de placement susceptibles de dégager la meilleure performance sur un horizon très long?

Selon nous, l'investissement dans des entreprises qui profitent des tendances structurelles, qui possèdent des normes de développement durable d'un bon niveau ou en amélioration, et qui jouissent des primes d'illiquidité constatées dans le private equity peut dégager à long terme des niveaux de rendement supérieurs aux indices, tout en bénéficiant de vecteurs financiers décorrélés du cycle économique à court terme.

Thèmes d'investissement à plus 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. Bien que les sociétés et thèmes individuels soient exposés à l'influence négative du cycle économique et du changement de la situation concurrentielle, l'investissement dans une palette diversifiée d'entreprises exposées à une variété de thèmes peut offrir un bon taux de rendement corrigé du risque.

Fig. 35: Perte maximale sur les thèmes de placement à long terme
Chiffres hebdomadaires entre 2000 et 2017 des actions thématiques à capitalisation boursière > 250 millions, pondérées en fonction de la capitalisation



Sources: UBS

Selon nous, les thèmes suivants sont actuellement les plus prometteurs.

- **Tourisme dans les marchés émergents:** l'urbanisation et la croissance des revenus alimentent la croissance de la demande de tourisme dans les marchés émergents et de l'infrastructure aéronautique à l'échelle mondiale. Le nombre de passagers aériens des marchés émergents transportés à travers le monde dépasse déjà celui des passagers des pays développés, et deux tiers des nouvelles commandes d'avions dans les 20 ans qui viennent proviendront des pays en développement.
- **Fintech:** sous l'effet de l'urbanisation rapide, de la forte demande de la part de la génération du millénaire, ainsi que d'une réglementation favorable, l'industrie mondiale de la technologie financière, ou fintech, se trouve à un point d'inflexion, son chiffre d'affaires étant appelé à croître de 120 milliards USD en 2017 à 265 milliards USD en 2025.
- **Automatisation et robotique:** la pénétration croissante de l'informatique dans le secteur manufacturier devrait mener à une nouvelle vague d'investissement dans l'automatisation au sein des pays développés. Parallèlement, la hausse des salaires et l'évolution démographique défavorable va accroître les coûts des entreprises manufacturières des marchés émergents, encourageant l'investissement dans l'automatisation.
- **Données numériques:** nous estimons que le volume de données va être multiplié par 10 entre 2020 et 2030, pour atteindre 456 zettaoctets. Cette croissance est entraînée par la pénétration grandissante d'Internet au niveau mondial, le recours accru aux données sur les marchés émergents et les tendances de consommation à long terme, telles que l'Internet des objets.
- **Efficacité énergétique:** l'efficacité énergétique aide les consommateurs finaux à réduire la demande d'électricité à la source, diminuant les émissions de dioxyde de carbone, économisant des ressources et raccourcissant le délai de récupération de l'investissement, faisant ainsi de l'efficacité un facteur commercial clé pour les entreprises et les consommateurs.

Pour de plus amples informations à ce sujet, veuillez consulter les rapports «Pick of the crop» de notre série Longer Term Investments.

Investissement durable.

Les placements exerçant un impact positif sur la société et l’environnement peuvent aussi améliorer les taux de rendement corrigé du risque à long terme. Les entreprises adoptant des normes élevées de gouvernance sont exposées à des risques extrêmes moindres, y compris ceux d’imposition de fortes amendes par les autorités de réglementation ou d’atteinte à la réputation. Selon une analyse des entreprises américaines menée par le CIO, celles qui ont au moins trois femmes au conseil d’administration ou 30% de femmes dans la haute direction ont surperformé le marché global sur une période de six ans. Par ailleurs, les sociétés affichant un meilleur équilibre hommes-femmes ont enregistré une meilleure performance d’exploitation moyenne sur cinq ans.

Pour de plus amples informations à ce sujet, veuillez consulter notre publication périodique *Investissement durable*.

Private equity

Une certaine exposition aux marchés privés peut améliorer le rendement corrigé du risque à long terme des portefeuilles en élargissant l’univers d’instruments et de positions disponibles, et 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 d’un gérant. Comme ces placements ne sont pas négociés sur un marché public, ils n’affichent généralement pas de fortes fluctuations de valeur à court terme et sont faiblement corrélés avec les bourses publiques.

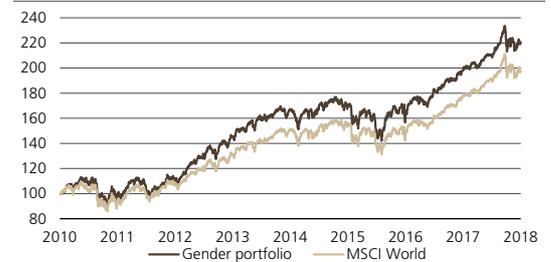
Sur un horizon de 10 ans, les hypothèses d’UBS sur les marchés des capitaux prévoient un rendement de 8,5-12% par an pour une allocation diversifiée aux marchés privés, avec un risque évoluant entre 9 et 12,7%, selon la stratégie.

Conclusion

Le retour de la volatilité signifie que les investisseurs doivent agir et préparer leur portefeuille à ce nouvel environnement. Mais le moment n’est pas venu de se précipiter sur les liquidités. Au moyen d’un éventail de stratégies (l’amélioration de la qualité de crédit, l’ajout de protection contre la baisse, la recherche d’actifs au-delà des titres familiers et des approches passives classiques ainsi que le placement dans une optique à plus long terme), les investisseurs peuvent se préparer au contexte de volatilité accrue tout en positionnant leur portefeuille pour une croissance à long terme.

Fig. 36: Les entreprises affichant un meilleur équilibre hommes-femmes sont plus rentables

Performance annuelle d’un portefeuille axé sur l’égalité des sexes par rapport à celle du marché mondial des actions (31 décembre 2010 – 30 avril 2018), en %

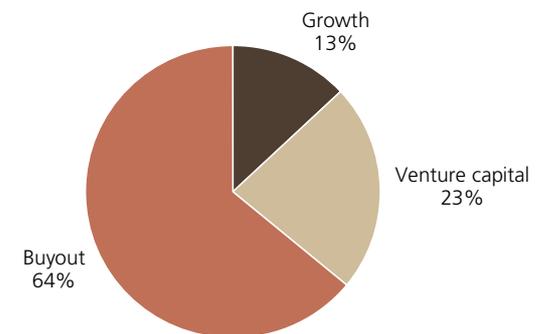


Remarque: sur la base des entreprises de l’indice Russell 1000 Les entreprises affichant un meilleur équilibre hommes-femmes désignent celles dont le conseil d’administration contient au moins trois femmes ou dont la proportion de femmes au sein de la haute direction est de 30% au moins.

Sources: Bloomberg, UBS, novembre 2017

Fig. 37: Composition sectorielle des actifs du private equity

% des actifs sectoriels sous gestion



Sources: Prequin, UBS

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.

Annexe

Recherche financière générique indépendante – Information sur les risques: les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office WM sont préparées et publiées par Wealth Management et Personal & Corporate Banking ou Wealth Management Americas, divisions d'UBS AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse), de l'une de ses filiales ou de l'une de ses entreprises associées («UBS»). Dans certains pays, UBS AG se dénomme UBS SA. Ce document vous est adressé à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient à l'exception des informations divulguées en rapport avec UBS. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les prix du marché indiqués dans les graphiques et tableaux de performance sont les cours de clôture de la Bourse principale concernée. L'analyse contenue dans le présent document s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations présentées dans ce document peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à tenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement mentionnés ici, à réaliser des transactions sur des instruments de placement à titre de teneur de marché ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur, soit pour l'instrument de placement lui-même, soit pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier auxdits émetteurs. A tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS Research. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur certains dispositifs de contrôle de l'information pour contrôler le flux des informations contenues dans un ou plusieurs départements d'UBS vers d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. 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. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable. Lors de l'établissement des prévisions conjoncturelles du Chief Investment Office (CIO), les économistes CIO ont travaillé en collaboration avec des économistes employés par UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont actuelles le jour de leur publication et sont susceptibles de modifications sans préavis. Pour obtenir des informations sur la façon dont UBS CIO WM gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site www.ubs.com/research. Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

Gérants de fortune indépendants / Conseillers financiers externes: dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie à un gérant de fortune indépendant ou à un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée par le gérant de fortune indépendant ou le conseiller financier externe et qu'ils en fassent bénéficier leurs clients ou des parties tierces. **Allemagne:** l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS 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 Tawteer 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-1010 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 Tawteer Towers, Case postale 75724, Riyad 11588, Royaume d'Arabie saoudite. UBS Saudi Arabia est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers d'Arabie saoudite. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Bahrein:** UBS est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahrein. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahrein. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **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 Annæ 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 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, 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. 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, Bangra 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 à 1, IFC Jersey, Saint-Héliar, 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

Annexe

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 indemnisez 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 07/2017.

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