

# UBS House View

Investor's Guide

Global | Septembre 2018  
Chief Investment Office GWM  
Analyse financière



Actifs périssables



# Sommaire

- 04 Préférences tactiques
- 06 Monthly Letter
  - Actifs périssables
- 14 Economie
- 16 Facteurs clés des marchés financiers
- 18 Aperçu des classes d'actifs
  - Principales prévisions
  - Actions
  - Obligations
  - Monnaies
  - Matières premières et placements alternatifs
- 26 Idées d'investissement
  - Thèmes d'investissement préférés
  - Idées d'investissement

#### **UBS House View**

Mark Haefele  
Global Chief Investment Officer  
Wealth Management

#### **Votre interlocuteur**

[ubs.com/cio](http://ubs.com/cio)

#### **Editique**

CIO Content Design  
UBS Switzerland AG

#### **Photo de couverture**

iStock

#### **Clôture de rédaction**

28 septembre 2018

**Si vous souhaitez vous abonner à cette publication, veuillez contacter votre conseiller à la clientèle UBS.**

Ce rapport a été préparé par UBS SA, UBS Switzerland AG et UBS Financial Services Inc. Veuillez prendre connaissance des informations importantes à la fin du document.



En savoir plus:  
[www.ubs.com/cio](http://www.ubs.com/cio)



# Préférences tactiques

## Allocation d'actifs

La détérioration de la situation en Turquie a plombé les actifs des marchés émergents (ME) et les valeurs financières européennes durant le mois sous revue. Les pays de la région entretiennent des liens commerciaux directs limités avec la Turquie ou présentent une faible exposition financière au pays, c'est pourquoi nous estimons que la contagion est surtout le fait du sentiment des investisseurs. Si la croissance économique mondiale continue de bénéficier d'une assise solide, les tensions commerciales restent au centre de l'attention, les Etats-Unis envisageant des droits de douane de 25% sur 200 milliards d'USD supplémentaires d'importations chinoises, ce qui augmente la perspective de représailles en cas de mise en œuvre. Nous pensons que les tensions commerciales entre les Etats-Unis et le reste du monde vont encore augmenter avant que de nouveaux accords commerciaux soient signés. Nous maintenons une exposition largement neutre aux actifs à risque car nos surpondérations modérées des actions mondiales et des obligations souveraines des marchés émergents sont compensées par des positions contracycliques.

## Obligations

Nous sous-pondérons les obligations à haut rendement en EUR face à une combinaison d'actions et d'obligations de haute qualité (HG). Nous maintenons notre surexposition aux emprunts d'Etat émergents en USD aux dépens des obligations de haute qualité. La hausse des écarts sur le mois a surtout été le fait des craintes des investisseurs face à la Turquie, alors même que celle-ci ne représente que 3,3% de l'indice en emprunts d'Etat émergents bien diversifié. Le rendement de 6,5% est attrayant et l'indice des surprises économiques dans les marchés émergents s'est redressé par rapport à ses planchers. Nous sommes surexposés aux bons du Trésor américain à 10 ans aux dépens des liquidités en USD car nous estimons que cette partie de la courbe reflète largement le cycle de hausse des taux et que l'excédent de rendement est intéressant. Nous sous-pondérons les emprunts d'Etat nippons à 10 ans face aux liquidités en JPY car nous pensons que la Banque du Japon permettra aux rendements d'augmenter davantage au fur et à mesure que l'inflation se redresse.

## Actions

La saison de publication des bénéfices américains du deuxième trimestre a vu leur croissance s'inscrire à 25% en rythme annuel. Ces fondamentaux, associés à une croissance économique solide, ont soutenu les actions américaines et mondiales dans leur ensemble. Il n'en reste pas moins que des tensions commerciales persistent. Le mois de septembre devrait nous permettre d'en savoir plus sur l'imposition de droits de douane américains supplémentaires sur des importations chinoises à hauteur de 200 milliards d'USD. Du fait de la fermeté de l'USD et du léger repli dernièrement des données économiques chinoises, les actions émergentes sont confrontées à un environnement difficile. Dans ce contexte, nous surpondérons légèrement les actions mondiales et les obligations de haute qualité face aux obligations à haut rendement en EUR.

## Marchés des changes

Nous surpondérons le yen japonais (JPY) par rapport au dollar taiwanais (TWD). La position longue sur le JPY devrait être avantageuse si une augmentation de l'inflation japonaise incite la Banque du Japon à permettre une nouvelle hausse des rendements, ou si un repli des marchés financiers internationaux favorise le JPY du fait de son rôle de monnaie refuge. Parallèlement, Taiwan est exposée aux risques émanant des conflits commerciaux avec les Etats-Unis.

# Classes d'actifs

Allocation tactique au 23 août 2018

Liquidités	sous-pondération				neutre				surpondération			
<b>Total</b>												
<b>Actions<sup>1</sup></b>												
<b>Total</b>												
Globale												
Etats-Unis												
Zone euro												
Royaume-Uni												
Suisse												
Canada												
Japon												
Australie												
Marchés émergents												
<b>Obligations<sup>2</sup></b>												
<b>Total</b>												
Obligations de haute qualité												
Obligations d'entreprise (IG)												
Obligations à haut rendement <sup>3</sup>												
Oblig. souveraines des ME (USD)												
Oblig. d'entreprises des ME (USD)												
Oblig. émergentes en monn. locale												
US TIPS												
<b>Monnaies</b>												
USD												
EUR												
GBP												
JPY												
CHF												
SEK												
NOK												
CAD												
NZD												
AUD												
BRL												
TWD												
INR												

○ Allocation précédente

<sup>1</sup> Nous détenons une option de vente sur le S&P 500 qui vise à protéger, en partie, la surpondération tactique des actions mondiales.

<sup>2</sup> Au sein des obligations, nous recommandons de surpondérer légèrement les bons du Trésor américain à 10 ans par rapport aux liquidités en USD et de sous-pondérer les emprunts d'Etat japonais à 10 ans par rapport aux liquidités en JPY.

<sup>3</sup> Ce segment inclut une sous-pondération de -2% du haut rendement en EUR.

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

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

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

# Actifs périssables

## Tensions accrues

Des documents de l'administration Trump révèlent l'ampleur des craintes liées à la croissance et à l'influence de la Chine.

## Défi chinois

La politique commerciale américaine agressive met des bâtons dans les roues du désendettement ordonné de la Chine.

## Une réédition de 2015–2016?

Les flux de capitaux chinois, les réserves de change et les chiffres de la croissance sont autant d'indicateurs à surveiller pour savoir si les pressions que subit la Chine auront des répercussions sur les marchés internationaux.

## Position neutre

Sur fond d'augmentation des risques géopolitiques, nous maintenons une position globalement neutre dans notre allocation d'actifs tactique mondiale.



## Mark Haefele

Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

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

 **Suivez-moi sur Twitter**  
[twitter.com/UBS\\_CIO](https://twitter.com/UBS_CIO)

Au début des années 1950, les services de sécurité des Etats-Unis s'interrogeaient sur la manière de préserver leur «actif périssable», à savoir la supériorité nucléaire de l'Amérique, envisageant même une frappe préventive contre l'Union soviétique avant que celle-ci ne mette au point une bombe à hydrogène.<sup>1</sup>

Sept décennies plus tard, l'administration Trump cherche le moyen de conserver un autre actif périssable – la taille économique et l'influence géopolitique relatives de l'Amérique – face à la montée en puissance de la Chine, dont l'économie devrait dépasser celle des Etats-Unis au cours des vingt prochaines années,<sup>2</sup> et qui, à certains égards, a déjà pris les devants (voir fig. 1).

Des documents de l'administration Trump révèlent que la Chine est perçue comme œuvrant à «bâtir un monde à l'opposé des valeurs et des intérêts américains... à prendre la place des Etats-Unis dans la région Indo-Pacifique, à étendre l'emprise de son modèle économique dirigiste et à réorganiser la région en sa faveur»<sup>3</sup>. Nous pensons qu'une partie de la récente faiblesse des marchés asiatiques tient au fait que les investisseurs ont commencé à intégrer l'idée que le conflit entre les Etats-Unis et la Chine ne sera pas réglé par un accord avant les élections de mi-mandat.

De son côté, la Chine est pressée par le temps. Après deux décennies de croissance impressionnante, Beijing tente de rééquilibrer son économie, de développer les industries de la prochaine génération et de réduire le ratio dette/PIB, tout cela avant la prochaine récession mondiale.

Comme on l'a vu à maintes reprises ces dernières années, la montée des risques géopolitiques ne pénalise pas nécessairement les marchés mondiaux. Le fait est cependant que si la Chine gère bien sa transition économique depuis 2015–2016, la pression

<sup>1</sup> Marc Trachtenberg, *History and Strategy, A "Wasting Asset": American Strategy and the Shifting Nuclear Balance, 1949–1954*

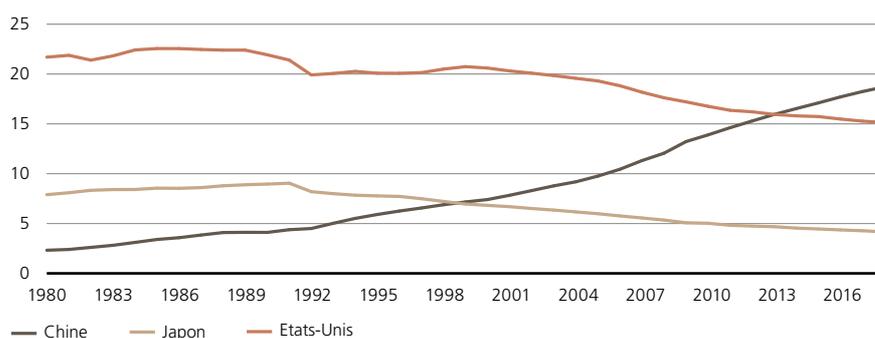
<sup>2</sup> Avec une croissance nominale de 5% aux Etats-Unis et de 8% en Chine, la Chine dépasserait les Etats-Unis d'ici 2033, à taux de change constants

<sup>3</sup> Etats-Unis, *Stratégie de sécurité nationale américaine, 2017*

Figure 1

## Suprématie économique américaine remise en question

PIB basé sur la parité du pouvoir d'achat, part dans le PIB mondial, en %



Source: CIA Factbook, FMI, UBS, au 21 août 2018

exercée par les Etats-Unis complique la donne. Les investisseurs attendent de voir si la Chine sera capable d'atteindre avec succès ses ambitieux objectifs de croissance tout en désendettant son économie dans un environnement plus difficile. La question de savoir si les pressions qui pèsent sur la Chine se répercuteront sur les marchés mondiaux, comme ce fut le cas en 2015–2016, sera l'un des points critiques auxquels les investisseurs internationaux devront faire face ces prochains mois.

Dans la présente lettre, je passe en revue les sources des tensions entre les Etats-Unis et la Chine, examinant leurs effets sur le programme de désendettement chinois, et je recense les principaux indicateurs que nous suivons pour évaluer si les craintes à l'égard de la Chine pourraient venir perturber le marché mondial.

Le mois dernier, nous avons réduit la taille de notre position surpondérée en actions mondiales, ramenant notre allocation d'actifs tactique mondiale à une position globalement neutre. Dans cette optique, nous surpondérons légèrement les actions internationales, nous surpondérons la dette souveraine des marchés émergents libellée en dollar et nous sous-pondérons le crédit à haut rendement en euro. Une des principales raisons de la réduction de notre exposition au risque était que le marché ne semblait pas intégrer le risque accru lié à la question des tarifs douaniers. Si les négociations ont repris entre les Etats-Unis et la Chine, les premiers restent décidés à imposer des droits de douane de 10 à 25% sur des produits chinois d'une valeur de 200 milliards d'USD et ne comptent pas en rester là. Nous notons en outre que le contexte de fermeté du dollar et de hausse des taux fait apparaître des faiblesses au sein du bloc des marchés émergents, contribuant à une propagation de la volatilité.

### Un conflit qui ne se limite pas au commerce

Des documents de l'administration Trump montrent que les préoccupations actuelles à l'égard de la Chine ne se limitent pas au seul aspect commercial, mais touchent aussi la politique économique, les capacités militaires et l'investissement technologique.

La *stratégie américaine de sécurité nationale* qualifie la Chine – et la Russie – de «puissances révisionnistes...déterminées à rendre les économies moins libres et moins équitables, à développer leurs forces armées et à contrôler l'information et les don-

La *stratégie américaine de sécurité nationale* qualifie la Chine de «puissance révisionniste» qui remet en cause «la puissance, l'influence et les intérêts américains».

nées afin de réprimer leurs sociétés et d'étendre leur influence», tout en projetant de «remettre en cause la puissance, l'influence et les intérêts américains».

Le document déplore ensuite l'absence perçue de libéralisation de l'économie chinoise: «Pendant des décennies, la politique américaine a reposé sur l'idée que soutenir l'essor de la Chine et son intégration dans l'ordre mondial de l'après-guerre contribuerait à libéraliser le pays. Contrairement à nos espoirs, la Chine a étendu son pouvoir au détriment de la souveraineté des autres».

La politique américaine affirme que la Chine porte «abusivement» atteinte aux avantages concurrentiels des Etats-Unis.

Dans le domaine technologique, il est dit que la Chine «vole chaque année des actifs de propriété intellectuelle des Etats-Unis évalués à des centaines de milliards de dollars... [et]...exploite abusivement l'innovation de sociétés libres». Même l'échange d'informations juridiques et les investissements sont sources d'inquiétude: «certains acteurs utilisent des transferts légaux et des relations largement légitimes pour avoir accès à des gisements, des experts et des fonderies sécurisées qui comblent leurs lacunes en matière de capacités et érodent les avantages concurrentiels à long terme de l'Amérique».

Quant à l'évolution de la situation en mer de Chine méridionale, il est soutenu qu'elle «met en danger la liberté des échanges commerciaux et représente une menace pour la souveraineté d'autres nations et la stabilité de la région». Le secrétaire américain à la Défense James Mattis résume ainsi la position des Etats-Unis: «La concurrence entre les grandes puissances est devenue une priorité pour la sécurité nationale américaine, devant le terrorisme».

S'il ne m'appartient pas de dire si ces craintes sont justifiées, elles influencent les politiques américaines.

Il ne m'appartient pas de dire si ces déclarations ou perceptions sont justifiées ou raisonnables. Mais les investisseurs doivent néanmoins être conscients que ces préoccupations existent, qu'elles inspirent la stratégie officielle des Etats-Unis, suivent de près l'action politique et que leur ampleur suggère qu'elles ne vont pas se dissiper facilement, ni prochainement. L'histoire nous montre à quel point les précédentes confrontations des Etats-Unis avec des puissances émergentes ont façonné le déroulement des événements. La peur du communisme dans les années 1940 et 1950 n'a pas seulement donné lieu à des discussions confidentielles sur des frappes nucléaires préventives, elle a aussi entraîné une augmentation massive du budget de la défense. Quant à l'essor rapide du Japon dans les années 1980, il a conduit à adopter des restrictions commerciales.

Le durcissement de la politique américaine intervient au mauvais moment pour la Chine, engagée dans la réduction de son endettement croissant.

### **Objectifs de désendettement de la Chine compromis**

Le durcissement de la politique américaine intervient au mauvais moment pour la Chine engagée dans une politique de rééquilibrage de son économie visant à favoriser une croissance durable à long terme et à limiter les risques liés à l'augmentation de la dette (voir la fig. 2). La surveillance du système financier a été renforcée, de même que la réglementation du système bancaire parallèle, et les banques effacent une plus grande part de leurs créances douteuses. Les ventes de produits de gestion d'actifs, canal de prêt hors bilan pour les banques, ont diminué de moitié l'an dernier.

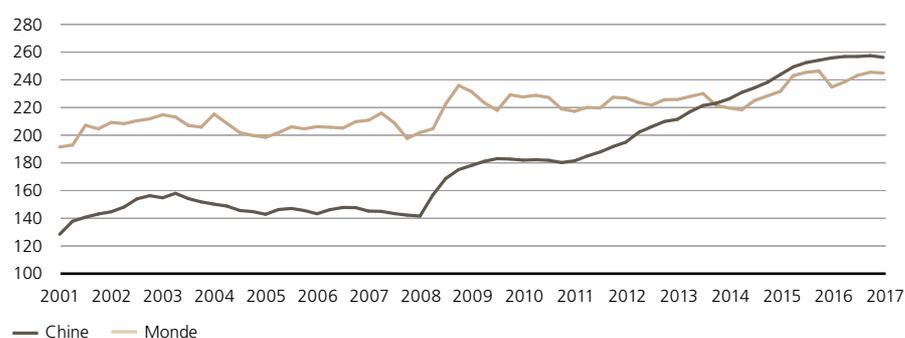
Ces mesures ont été couronnées de succès. Depuis le début de 2016, le ratio dette/PIB de la Chine s'est stabilisé, suggérant la possibilité d'un dénouement «sûr» de la bulle du crédit.

Mais ne voilà-t-il pas que la position offensive des Etats-Unis sur le commerce vient désormais compliquer les choix politiques qui s'offrent aux dirigeants chinois, compromettant l'objectif de désendettement ordonné que le pays s'est fixé.

Figure 2

## Croissance toujours forte mais moins rapide de la dette chinoise

Part de la dette du secteur non financier dans le PIB, en %



Source: Banque des règlements internationaux, UBS, au 21 août 2018

Poursuivre le désendettement accroît le risque de provoquer un ralentissement au moment où des mesures de relance peuvent se révéler nécessaires pour compenser la hausse des taxes douanières américaines.

Poursuivre le désendettement pourrait provoquer un ralentissement à un moment où l'économie aurait besoin de mesures de relance pour compenser les taxes douanières américaines. La capacité de la Chine à réaliser ses objectifs stratégiques à l'étranger, tels que l'initiative de la Nouvelle route de la soie, dépend également du maintien d'une solide croissance intérieure.

C'est pourquoi la Chine a choisi de différer le désendettement. Une série de mesures, portant notamment sur les liquidités, la politique budgétaire et un important volume de prêts bancaires consentis aux exportateurs, devrait compenser les conséquences à court terme des droits de douane. La Chine se donne ainsi le temps de diversifier ses sources d'investissements directs étrangers et de continuer à réduire sa dépendance vis-à-vis des importations grâce à l'initiative «Made in China 2025».

Le désendettement ne saurait pourtant être reporté indéfiniment. De plus, si les mesures de relance sont mal appliquées, elles pourraient contribuer à affaiblir davantage le yuan. Cela pourrait exacerber les tensions diplomatiques, comme cela s'est produit tout récemment lorsque l'administration Trump a choisi de répondre à la faiblesse de la monnaie turque en doublant les taxes douanières sur l'acier et l'aluminium turcs. Cette mesure a provoqué un nouveau fléchissement de la livre turque. Les investisseurs doivent rester vigilants pour le cas où une dynamique similaire s'emparerait de la Chine et du yuan. Selon nous, un franchissement du seuil de 7 yuans pour 1 dollar, surtout en l'absence d'une appréciation généralisée du billet vert, aviverait les craintes quant aux intentions de la Chine et à sa maîtrise sur sa monnaie.

### Les facteurs à surveiller

«La concurrence entre les grandes puissances» ne nuit pas forcément aux marchés. Les rendements du marché américain des actions étaient solides dans les années 1950 et 1980 malgré la Guerre froide et le conflit commercial opposant les Etats-Unis et le Japon, respectivement. On aurait donc tort de se débarrasser instinctivement des actions à cause de tensions accrues entre deux grandes puissances mondiales. La croissance bénéficiaire est un puissant ressort et nous l'estimons à 6% pour les actions américaines et 14% pour les actions chinoises en 2019, compte tenu de l'impact des taxes douanières. En outre, si nous pensons que les tensions entre les Etats-Unis et la Chine perdureront à moyen terme, un désamorçage du conflit à court terme est possible. Les négociations commerciales ont repris au niveau intermédiaire.

La concurrence entre les grandes puissances ne nuit pas forcément aux marchés. Les rendements des investissements étaient solides dans les années 1950 et 1980.

Nous devons surveiller les signes d'une réédition des ventes massives intervenues en 2015–2016 suite aux événements en Chine.

Dans le cadre de notre scénario de base, nous n'anticipons pas d'impact majeur des pressions que subit la Chine sur les marchés internationaux, même si ces pressions s'accroissent. Nous suivons néanmoins la situation de près. Entre août 2015 et février 2016, le yuan a cédé moins de 6% alors que les actions mondiales perdaient plus de 15%. En revanche, depuis avril 2018, le yuan a reculé de plus de 8% tandis que les marchés mondiaux n'enregistraient qu'une très légère hausse. Nous notons cependant que la corrélation (à 90 jours) entre le yuan chinois et les actions mondiales n'a jamais été aussi élevée qu'aujourd'hui (voir fig. 3), ce qui indique que les marchés sont sensibles à ce qui se passe en Chine, même si l'impact net sur les actions mondiales reste pour l'heure discret.

Figure 3

### Les marchés internationaux sensibles à la situation en Chine

Corrélation à 90 jours entre le yuan chinois et le MSCI ACWI



Source: Bloomberg, UBS, au 21 août 2018

Les craintes liées aux sorties de capitaux de la Chine ont été un facteur clé de la récession du marché mondial fin 2015-début 2016.

Nous surveillerons de près les flux de capitaux, les réserves de change et les indicateurs de croissance fréquemment publiés pour savoir si les pressions que subit la Chine pourraient se répercuter plus largement sur les marchés internationaux.

### Flux de capitaux et réserves de change de la Chine

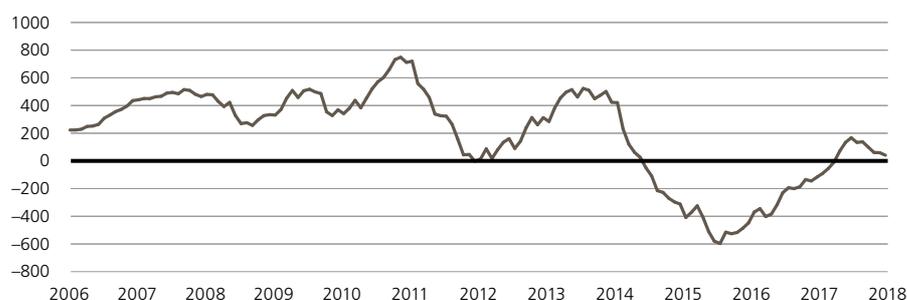
Un facteur clé de la récession qui a touché le marché mondial en 2015–2016 était les craintes suscitées par les flux de capitaux chinois. Entre août et décembre 2015, les sorties de capitaux ont atteint un taux annualisé de 1000 mrd d'USD, réduisant progressivement les réserves de change (voir fig. 4). La «solution» trouvée fut de durcir le contrôle sur le compte de capital. Les marchés mondiaux se sont redressés après avoir constaté la diminution des sorties de capitaux et la stabilisation des réserves de change.

Aujourd'hui, les capitaux sont mieux contrôlés, grâce aux mesures mises en œuvre en 2016 pour endiguer l'hémorragie. Les réserves de change, bien qu'inférieures de 1000 mrd de dollars par rapport à leur pic de la mi-2014, sont restées stables durant la récente phase de dépréciation du yuan. Ne relâchons pas pour autant la surveillance. Une importante augmentation des taxes commerciales américaines et une faiblesse généralisée du yuan pourraient ébranler l'équilibre, réactivant les craintes liées au niveau des réserves de la Chine. De plus, comme cela fut le cas à l'égard de la Turquie, l'administration Trump a établi un précédent en augmentant les droits de douane sur fond de faiblesse de la monnaie.

Figure 4

### Les réserves de change chinoises, véritable baromètre des tensions

Variation annuelle des réserves de change, mrd d'USD



Source: Bloomberg, UBS, au 21 août 2018

#### Les indicateurs de croissance fréquemment publiés en Chine

Une autre différence essentielle avec le vent de panique qui a soufflé en 2015 à propos de la Chine est que les indicateurs fréquemment publiés de la croissance chinoise n'accusent pas une décélération aussi abrupte. En 2015, l'indicateur de surprise économique Citi pour la Chine a dégringolé de +30 à -120 (son plus bas niveau jamais enregistré) entre avril et juin. Les données ont également fléchi cette fois (de +50 à -50 au cours des trois derniers mois), mais pas autant et la surprise n'a pas été aussi négative.

Nous resterons attentifs à la façon dont l'économie chinoise réagira face aux récentes mesures de relance.

Si les marchés ont accepté l'idée que le gouvernement chinois est globalement capable de contrôler son taux de croissance, nous suivrons la façon dont l'économie chinoise réagira face aux récentes mesures de relance. Si elle ne le fait pas, les craintes quant à l'incapacité du gouvernement de contrôler la croissance, et la trajectoire de la Chine, pourraient augmenter.

#### Allocation d'actifs

Les fondamentaux économiques mondiaux restent favorables et la croissance bénéficiaire des entreprises est solide. Les marchés internationaux ne semblent toutefois pas intégrer les conséquences d'une éventuelle intensification des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. En conséquence, nous adoptons une position globalement neutre à l'égard des actifs risqués dans le cadre de notre allocation d'actifs tactique mondiale, avec une légère surpondération des actions mondiales, une surexposition aux obligations souveraines des marchés émergents libellées en dollar et une sous-pondération du haut rendement en euro.

Nous misons par ailleurs sur quelques positions contracycliques pour stabiliser notre portefeuille en cas de regain de volatilité, avec notamment une surpondération des bons du Trésor américain à 10 ans, une position longue sur le yen japonais par rapport au dollar taiwanais et une option de vente sur le S&P 500.

Au cours des prochains mois, une diminution des risques commerciaux ou une amélioration des évaluations peut rendre le profil de risque/rendement des actions plus attrayant. Toutes choses égales par ailleurs, ces facteurs nous amèneraient à renforcer notre exposition aux actions.

Notre positionnement est globalement neutre à l'égard du risque dans notre allocation d'actifs tactique mondiale.

Nous conservons une légère surpondération des actions mondiales.

Nous surpondérons la dette souveraine des marchés émergents libellée en dollar américain.

Nous sous-pondérons le crédit à haut rendement en euro.

Nous surpondérons les bons du Trésor américain à 10 ans.

Nous sous-pondérons les emprunts d'Etat japonais à 10 ans par rapport aux liquidités.

- **Nous conservons une légère surpondération des actions mondiales.** Les entreprises du S&P 500 sont bien parties pour dégager une croissance bénéficiaire de 25% environ au deuxième trimestre de cette année, ce qui constitue un solide soutien, et si la croissance bénéficiaire dans la zone euro et les marchés émergents a été inférieure, elle n'en reste pas moins positive. Les indicateurs économiques sont également globalement favorables, l'indice des directeurs d'achat, les ventes de détail et les chiffres de l'emploi étant tous positifs. On relèvera en outre que les évaluations des actions mondiales ne sont pas excessives, avec un ratio cours/bénéfices réalisés de 17x, soit 9% en dessous de la moyenne à 30 ans.
- **Nous surpondérons la dette souveraine des marchés émergents libellée en dollar américain.** Cette classe d'actifs a été mise sous pression ce mois, la stabilité financière de la Turquie suscitant des inquiétudes. Le rendement de 6,5% nous paraît cependant attrayant et l'indice EMBIGD est très diversifié, avec 67 émetteurs au total, la Turquie ne représentant que 3,5%. La classe d'actifs est en outre relativement peu affectée par la fermeté persistante du dollar.
- **Nous sous-pondérons le crédit à haut rendement en euro.** Des rendements de 3,3% laissent peu de marge pour une appréciation du capital et il existe un potentiel accru de défaillances à partir des niveaux historiquement bas. La réduction progressive du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE d'ici la fin de l'année pourrait également faire obstacle.
- **Nous surpondérons les bons du Trésor américain à 10 ans.** Au cours du mois écoulé, cette position a contribué à lisser les rendements du portefeuille, les bons du Trésor gagnant du terrain sur fond de volatilité accrue du marché des actions. Selon nous, l'inflation sous-jacente des prix à la consommation devrait rester contenue aux Etats-Unis après avoir atteint en juillet un plus haut depuis la crise de 2,4%.
- **Nous sous-pondérons les emprunts d'Etat japonais à 10 ans par rapport aux liquidités.** Cette position a récemment profité de la décision de la Banque du Japon (BoJ) de doubler la fourchette de négoce visée pour l'emprunt à 10 ans, portant le rendement à 0,2%. S'il est probable que la politique japonaise reste largement accommodante, nous pensons que la BoJ est consciente du poids que la courbe de rendement plate fait peser sur les banques du pays.

Nous surpondérons le yen japonais par rapport au dollar taïwanais.

- **Nous surpondérons le yen japonais par rapport au dollar taïwanais.** Notre surexposition au yen offre une protection partielle lorsque les marchés mondiaux connaissent une période d'aversion au risque. Les investisseurs nippons détiennent quelque 3000 mrd d'USD d'actifs nets étrangers – équivalant à 60% environ du PIB du pays – et ont tendance à rapatrier les fonds en cas d'incertitude financière globalisée. Parallèlement, la sous-pondération du dollar taïwanais constitue une couverture contre une intensification des frictions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, Taïwan étant le pays asiatique le plus exposé en termes de valeur ajoutée dans le cadre des exportations chinoises vers les Etats-Unis.



Mark Haefele  
Chief Investment Officer  
Global Wealth Management

## Le point de vue de l'UBS Investor Forum

Lors de l'Investor Forum de ce mois, les participants ont débattu des perspectives des actifs à risque:

- Malgré des divergences de vue, la plupart des participants avaient réduit leur exposition au risque ces derniers mois et ne prévoyaient pas de la renforcer dans l'immédiat.
- Les participants étaient divisés sur l'origine de la principale menace. Certains estimaient que la Chine et les autres marchés émergents constituaient les principales sources de préoccupation, d'autres pointaient du doigt les effets négatifs pour les Etats-Unis qui pourraient découler des tensions commerciales.
- Un participant a fait valoir que la récente vigueur des bénéfices américains était surtout attribuable aux réductions d'impôts et ne pouvait donc pas se maintenir durablement au rythme actuel.

# Economie

## Zone euro

### La croissance devrait rester stable

#### House View

Probabilité: 60%\*

Ricardo Garcia, économiste

Nous pensons que la croissance économique de la zone euro restera relativement stable jusqu'à ce que les incertitudes liées au protectionnisme mondial, au Brexit et à l'Italie se dissipent. La BCE a opté pour l'attentisme jusqu'à ce que l'inflation tourne autour de son objectif et que les risques se dissipent. Nous pensons qu'elle pourrait commencer à relever ses taux en septembre 2019.

En Allemagne, les fondamentaux tels que la confiance des consommateurs, les hausses des salaires et la construction demeurent solides, atténuant les retombées du protectionnisme mondial. En France, les réformes d'Emmanuel Macron devraient commencer à soutenir la croissance du PIB.

La croissance économique de l'Italie se stabilisera probablement à des taux modérés, l'incertitude quant à la politique du gouvernement agissant comme un frein (même si l'Italie devrait rester dans la zone euro). L'Espagne affiche toujours une croissance solide, même si la dynamique va probablement poursuivre sa normalisation. Nous pensons que la Catalogne continuera de faire partie de l'Espagne.

En 2018, la croissance mondiale devrait se situer à: **3,9%**

	Croissance du PIB réel, en %			Inflation, en %		
	2017	2018P <sup>1</sup>	2019P <sup>1</sup>	2017	2018P <sup>1</sup>	2019P <sup>1</sup>
US	2,2	2,8	2,8	2,1	2,4	2,0
China	6,9	6,5	6,2	1,6	2,1	1,9
Eurozone	2,5	2,1	1,8	1,5	1,7	1,6
Germany	2,5	2,0	1,8	1,7	1,8	1,4
France	2,3	1,7	1,8	1,2	2,1	1,6
Italy	1,6	1,2	1,1	1,3	1,4	1,1
Spain	3,0	2,7	2,3	2,0	1,8	1,3
UK	1,8	1,4	1,2	2,7	2,4	2,3
Switzerland	1,1	2,4	1,9	0,5	0,9	0,9
Russia	1,5	1,7	1,6	3,7	2,8	5,1
World	3,9	3,9	3,9	2,7	3,0	2,9

Sources: Reuters EcoWin, FMI, UBS; au 28 août 2018  
<sup>1</sup> Prévisions UBS

## Etats-Unis

### Croissance modérée aux Etats-Unis

#### House View

Probabilité: 60%\*

Brian Rose, économiste

La hausse du marché de l'emploi et les baisses de l'impôt sur le revenu devraient soutenir les dépenses de consommation.

Les investissements des entreprises devraient continuer d'augmenter, dopés par des bénéfices solides et des pénuries de main-d'œuvre, même si les conflits commerciaux joueront un rôle de frein.

Les conditions se sont améliorées dans le secteur manufacturier et la production devrait augmenter à un rythme modéré.

Les récentes données sur le logement ont été plus faibles que prévu, mais les mises en chantier et les prix immobiliers devraient suivre une tendance haussière au fil du temps.

La réforme des impôts et la hausse des dépenses publiques stimulent nettement la croissance. La déréglementation devrait peu à peu porter ses fruits.

Notre scénario de base mise sur l'imposition de droits de douane sur des importations chinoises supplémentaires d'une valeur de 200 milliards d'USD vers la fin de septembre, ce qui pourrait entraîner un ralentissement temporaire de la croissance économique.

L'inflation a atteint l'objectif de 2% de la Fed et le dépassera probablement quelque peu car une surchauffe de l'économie se dessine et les droits de douane font augmenter les prix à l'importation. Quoi qu'il en soit, nous pensons que l'inflation sous-jacente se maintiendra à l'intérieur des limites tolérées par la Fed.

Cette dernière devrait continuer de relever ses taux d'intérêt et de réduire son bilan à un rythme progressif.

Pour élaborer les prévisions économiques du CIO GWM, les économistes du CIO GWM collaborent avec des économistes employés par UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

\* Les probabilités concernant l'occurrence des scénarios reposent sur des évaluations qualitatives.

## Chine

# La politique s'assouplit

## House View

**Probabilité: 80%\***

Yifan Hu, économiste  
Kathy Li, économiste

Les données économiques clés ralentissent encore en juillet. Depuis le début de l'année en cours, la croissance des investissements en biens d'équipement est tombée à un plancher sur 22 ans de 5,5% au fur et à mesure que les investissements dans les infrastructures ralentissaient. Parallèlement, pénalisée par les biens de consommation et les appareils ménagers, la croissance des ventes de détail a chuté à un plancher sur près de 15 ans de 8,8%. Sur le mois, la croissance du financement social total est tombée à un plus bas sur 16 ans de 10,3% du fait de la contraction du crédit hors bilan. L'expansion de la masse monétaire M2 a ralenti à 8,5%.

L'inflation de l'IPC a légèrement augmenté à 2,1% en juillet, surtout en raison de hausses des prix dans l'énergie et les loisirs. Nous pensons que le chiffre sur l'année entière pourrait ne pas dépasser 2,1% du fait de hausses modestes des prix de l'alimentation et des services, ce qui permet un assouplissement monétaire.

La politique prendra une orientation accommodante au second semestre. De «stable», la politique monétaire est devenue «prudente et neutre», comme l'a montré l'appel à un désendettement «ordonné» et à une évaluation des liquidités plus «raisonnablement abondantes» que «largement stables». Les règles relatives à la gestion d'actifs ont été assouplies afin d'amortir la croissance du crédit. La politique budgétaire va promouvoir l'émission d'emprunts publics locaux pour financer les projets d'infrastructure, tandis que de nouvelles baisses des impôts sont elles aussi probables. La politique liée au crédit sera orientée en faveur des petites entreprises. Un fonds de garantie national sera mis en place pour garantir les prêts aux petites et microentreprises. Les banques sont encouragées à prêter davantage par le biais d'une couverture élargie des garanties dans le cadre de la facilité de prêt à moyen terme.

Les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis ont continué de se dégrader. Les Etats-Unis ont revu à la hausse de 10% à 25% les droits de douane qu'ils envisagent d'imposer à des exportations chinoises à hauteur de 200 milliards d'USD. La Chine a répliqué en menaçant de taxer les biens américains à raison de 5–25%. Les tensions persisteront probablement, mais nous pensons que le sang-froid l'emportera.

## Suisse

# Croissance solide du PIB, mais risques en hausse

## House View

**Probabilité: 60%\***

Alessandro Bee, économiste  
Sibille Duss, économiste

L'économie suisse a progressé de 0,6% en rythme trimestriel au premier trimestre 2018 sur fond de consommation privée solide et d'investissements soutenus dans les équipements. Cette évolution devrait se poursuivre au second semestre 2018. Si le PIB n'a gagné que 1% en 2017, nous pensons que sa croissance atteindra 2,4% cette année et 1,9% en 2019.

En juillet, le PMI manufacturier suisse est demeuré presque stable à 61,9, pointant vers une économie suisse encore vigoureuse à l'avenir.

Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est stabilisé à 2,6% en juillet. Quoi qu'il en soit, une partie du repli de 0,6% en glissement annuel s'explique par des effets statistiques. Le marché de l'emploi suisse est en amélioration, mais n'atteint pas encore le rythme indiqué par le taux de chômage.

L'inflation s'est accélérée à 1,2% en glissement annuel en juillet – son plus haut niveau depuis le milieu de 2010. Nous pensons qu'elle s'établira à 0,8% en moyenne cette année et à 0,9% l'an prochain, soutenue par un recul du franc suisse et par le renchérissement du pétrole.

Le plongeon de la lire turque a éveillé des craintes quant à la stabilité des banques européennes. En conséquence, le franc suisse s'est apprécié face à l'euro (l'EURCHF passant de 1,15 à 1,13) et les conditions monétaires suisses se sont durcies.

La Banque nationale suisse (BNS) s'est montrée prudente lors de son évaluation trimestrielle de la politique monétaire, soulignant les risques au sein de l'économie mondiale. Alors que ceux-ci ont nettement augmenté ces derniers mois, nous ne pensons pas que la BNS procèdera à son premier tour de vis avant le troisième trimestre 2019, période à laquelle la BCE devrait elle aussi relever son objectif de taux.

# Facteurs clés des marchés financiers

## Politique des banques centrales

### House View

**Probabilité: 75%\***

Brian Rose, économiste  
Ricardo García, économiste  
Paul Donovan, Global Chief Economist, UBS WM

Les signaux émis par la Réserve fédérale pointent vers un nouveau tour de vis monétaire cette année, mais les craintes commerciales pourraient empêcher une seconde hausse (étant donné que les droits de douane constituent une forme de durcissement budgétaire). La Fed continue de réduire l'offre de liquidités dans le but de s'aligner sur le repli de la demande de liquidités au sein de l'économie. Une potentielle relance budgétaire supplémentaire par le gouvernement américain pendant une période de plein emploi pourrait être défavorable aux perspectives de taux d'intérêt à moyen terme.

La BCE continue de racheter des obligations en dépit de la hausse de la croissance économique, de l'emploi, de l'inflation et des prêts des banques. Ses rachats d'actifs actuels de 30 milliards d'EUR par mois devraient prendre fin d'ici à la fin de l'année.

Les banques centrales ont affiché une orientation plus marquée vers le resserrement que vers l'assouplissement. Cette convergence d'opinions reflète probablement davantage l'amélioration générale de la croissance mondiale qu'une concertation déclarée.

Le resserrement de la politique des banques centrales correspond à un revirement par rapport aux cycles antérieurs. Cette fois-ci, l'intention consiste plutôt à maintenir la croissance économique ou l'inflation autour de leurs niveaux actuels qu'à les réduire. Les épisodes antérieurs de durcissement de la politique avaient délibérément cherché à diminuer le pouvoir de fixation des prix des entreprises et l'inflation.

## Risques politiques

### House View

**Probabilité: 70%\***

Paul Donovan, Global Chief Economist, UBS WM

L'incertitude politique occupe une place importante dans les médias, mais ses retombées sur les marchés financiers sont relativement limitées. Il semble que les marchés aient développé une certaine immunité face à la rhétorique politique. Les craintes liées au commerce resteront probablement la principale préoccupation politique à court terme et le domaine dans lequel la politique affectera le plus les marchés.

A ce jour, les coûts du protectionnisme commercial n'ont pas été particulièrement ressentis par les consommateurs américains. Les droits de douane américains adoptés à ce jour ne devraient pas affecter le volume mondial des échanges commerciaux. La structure des échanges pourrait être modifiée, mais leurs volumes ne diminueront pas. Au deuxième trimestre, ces volumes commerciaux mondiaux ont d'ailleurs continué de croître. Quoi qu'il en soit, le passage du protectionnisme à la guerre commerciale pèserait bien plus sur le consommateur américain. Un impôt commercial met du temps à être répercuté sur les consommateurs – les droits de douane imposés aujourd'hui ne seraient probablement pas ressentis par le consommateur avant les élections de mi-mandat. L'enquête menée par le procureur spécial Robert Mueller n'a de pertinence que dans la mesure où elle affecte le capital politique de Donald Trump à Washington.

L'incertitude quant à la nature de l'accord de sortie entre le Royaume-Uni et l'UE a été alimentée par les déclarations politiques des deux parties. Les risques liés à une sortie «sans compromis» ont probablement augmenté, mais notre scénario de base continue de miser sur un accord.

Les récents troubles subis par les actifs turcs sont essentiellement locaux. Or les liens de la Turquie avec l'économie mondiale ne sont pas suffisamment importants pour que ces troubles affectent l'activité mondiale. Ils ont cependant fait apparaître les risques menaçant plusieurs autres marchés émergents plus faibles dont les déficits des comptes courants sont très dépendants du financement étranger, à l'image de l'Afrique du Sud, de l'Argentine et de l'Indonésie.

# Envol des bénéfices américains

## House View

**Probabilité: 60%\***

Jeremy Zirin, strategist  
David Lefkowitz, strategist  
Edmund Tran, strategist

Les perspectives de croissance des bénéfices américains demeurent au beau fixe, dopées par des dépenses de consommation solides aux Etats-Unis, des moteurs de croissance durables dans la technologie, des gains constants dans l'activité manufacturière américaine, des cours pétroliers en hausse (qui soutiennent le secteur de l'énergie), un envol des dépenses d'investissement et un contexte plus favorable aux valeurs financières.

Les indicateurs avancés de la croissance des bénéfices comme les conditions de prêt des banques et les intentions d'investissement demeurent bien orientés. La réforme fiscale de l'an dernier est la cerise sur le gâteau dans ce contexte favorable. Elle devrait doper les bénéfices de 8% en 2018. L'accélération de la croissance économique découlant des baisses d'impôts pourrait receler un nouveau potentiel haussier.

Les bénéfices du S&P 500 ont été solides au deuxième trimestre, comme en attestent les hausses de 9% des chiffres d'affaires et de 26% des bénéfices. Ces derniers ont d'ailleurs dépassé les attentes de 6% grâce à un chiffre d'affaires supérieur aux prévisions de 1 point de pourcentage. Les premiers signes pour le troisième trimestre sont eux aussi favorables et les estimations avancées du consensus n'ont cessé d'augmenter.

Nous misons sur une hausse de 19% du BPA du S&P 500 à 158 USD en 2018. La croissance des bénéfices devrait ralentir en 2019 au fur et à mesure que les effets positifs exceptionnels d'une baisse du taux d'imposition disparaîtront. Nous tablons sur un BPA de 167 USD (croissance de 6%) en 2019. Nos estimations tiennent compte d'une escalade des frictions commerciales et pourraient être revues à la hausse si ces litiges sont résolus.

Les craintes d'un recul à court terme des marges bénéficiaires élevées semblent exagérées. A l'exception du secteur technologique, les marges ne sont pas excessives. Les marges élevées du secteur technologique sont soutenues par les sociétés possédant des parts de marché dominantes. D'autres facteurs structurels comme la consolidation sectorielle et un repli des taux d'imposition à long terme soutiennent des marges bénéficiaires supérieures à la moyenne. De surcroît, ces marges ne baissent généralement que lorsque l'économie entre en récession. Enfin, il est peu probable que les perspectives de hausse des salaires entravent la rentabilité. L'inflation des coûts de la main-d'œuvre n'a pratiquement aucune corrélation avec les marges bénéficiaires car la hausse des revenus des consommateurs se traduit généralement par des dépenses de consommation plus rapides.

## Dates importantes

12 septembre 2018

Etats-Unis

**Livre beige de la Réserve fédérale américaine**

13 septembre 2018

Zone euro

**Décision de la Banque d'Angleterre sur la politique monétaire**

13 septembre 2018

Zone euro

**Décision de la Banque centrale européenne sur la politique monétaire**

26 septembre 2018

Etats-Unis

**Décision de la Fed sur la politique monétaire**

# Classes d'actifs

# Principales prévisions

24 août 2018

Classe d'actifs	TAA <sup>1</sup>	Indice de référence	Prévisions à 6 mois		
			House View	Scénario positif	Scénario négatif
<b>Actions</b>					
Etats-Unis	=	S&P 500	<b>2925</b>	3250	2350
Zone euro	=	Euro Stoxx	<b>395</b>	440	325
Royaume-Uni	=	FTSE 100	<b>7850</b>	8600	6500
Japon	=	TOPIX	<b>1760</b>	2000	1550
Suisse	=	Swiss Market Index	<b>9300</b>	10000	8000
Marchés émergents	=	MSCI EM	<b>1075</b>	1200	900
Immobilier coté	=	Indice RUGL	<b>4900</b>	5100	4700

## Obligations

Obligations de haute qualité américaines	+	Obligations de haute qualité en USD: Eurodollar AA+ 5-7 ans (rendement)	<b>3,30 (rendement)</b>	2,50 (rendement)	3,90 (rendement)
Obligations de haute qualité européennes	-	Obligations de haute qualité en EUR: Rendement de l'EuroAgg AA+ 5-7 ans	<b>0,35 (rendement)</b>	0,00 (rendement)	+0,70 (rendement)
Obligations d'entreprise en USD	=	Spread du Bloomberg Barclays US Int. Corp.	<b>80-100 pb</b>	75 pb	250 pb
Obligations d'entreprise en EUR	=	Spread du Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate	<b>80-100 pb</b>	80 pb	250 pb
Obligations à haut rendement en USD	=	Spread de l'indice ICE BoAML US High Yield	<b>380-420 pb</b>	300 pb	1100 pb
Obligations à haut rendement en EUR	-	Spread de l'indice ICE BoAML Euro High Yield	<b>310-350 pb</b>	250 pb	1200 pb
Obligations souveraines en USD des marchés émergents	+	EMBI Diversified	<b>340 pb</b>	290 pb	450 pb
Obligations d'entreprise en USD des marchés émergents	=	CEMBI Diversified	<b>310 pb</b>	260 pb	480 pb

## Placements alternatifs

Or (6 mois)	USD/once	<b>1250 USD l'once</b>	1400 USD l'once	1100 USD l'once
Brent (6 mois)	USD/baril	<b>85 USD/baril</b>	100-120 USD/baril	55-65 USD/baril

## Monnaies

28.08.2018

Paire de monnaies

USD	=	USDCHF	<b>1.00</b>
		USDJPY	<b>107</b>
EUR	=	EURUSD	<b>1.15</b>
		EURCHF	<b>1.15</b>
		EURGBP	<b>0.88</b>
GBP	=	GBPUSD	<b>1.30</b>
		GBPCHF	<b>1.30</b>

- + Surpondération
- = Neutre
- Sous-pondération

Source: UBS, Bloomberg  
<sup>1</sup> TAA = allocation d'actifs tactique

La performance passée ne constitue pas une garantie de performance future. Les prévisions ne représentent pas un indicateur fiable des performances futures.

# Actions

## Etats-Unis

### Neutre

Les fondamentaux des principaux marchés des actions sont globalement sains. L'activité économique américaine est l'une des plus dynamiques depuis plusieurs années, grâce aux réductions d'impôt sur les sociétés, à une augmentation des dépenses publiques, à l'optimisme des entreprises et à l'accès aisé au capital. La croissance des bénéfices reste donc bien étayée. L'inflation a augmenté sans pour autant dépasser l'objectif de la Fed, qui ne devrait donc pas se sentir tenue d'adopter une politique monétaire restrictive dans l'immédiat. Cependant, les tensions commerciales pourraient continuer de s'exacerber. Malgré ce risque, les évaluations indiquent que les investisseurs semblent penser que ces différends ont pris fin sans trop perturber l'économie mondiale. Quoiqu'il en soit, tout repli des marchés des actions provoqué par le commerce international ne devrait être que de courte durée. Vu l'équilibre des risques, une allocation neutre aux actions américaines nous semble appropriée.

David Lefkowitz, strategist  
Jeremy Zirin, strategist  
Edmund Tran, strategist

### S&P 500

Au 22 août 2018: 2'862 Objectif à 6 mois

House View	2925
↗ Scénario positif	3250
↘ Scénario négatif	2350

### + Surpondération

Recommandation tactique en vue d'étouffer la classe d'actifs dans une proportion supérieure à ce qui est spécifié dans l'allocation d'actifs stratégique

### = Neutre

Recommandation tactique en vue de la détention de la classe d'actifs de manière conforme à la pondération de l'allocation d'actifs stratégique

### - Sous-pondération

Recommandation tactique en vue de détenir la classe d'actifs dans une proportion inférieure à ce qui est spécifié dans l'allocation d'actifs stratégique

## Zone euro

### Neutre

Nous sommes neutres à l'égard des actions de la zone euro. Les surprises économiques se normalisent vers le haut sous l'effet de la révision des anticipations. Les récentes turbulences entourant la Turquie ont assombri l'humeur du marché, mais leur impact global devrait se révéler relativement limité. En outre, la menace de tarifs douaniers sur les exportations automobiles vers les Etats-Unis a diminué. Cela dit, l'affaiblissement de certains marchés émergents et l'incertitude liée à la politique commerciale pourraient exercer une pression sur les bénéfices des entreprises de la zone euro. Nous privilégions les secteurs de l'énergie et de l'industrie.

Markus Irngartinger, strategist  
Adrian Sauter, strategist  
Bert Jansen, analyste

### Euro Stoxx

Au 22 août 2018: 381 Objectif à 6 mois

House View	395
↗ Scénario positif	440
↘ Scénario négatif	325

## Royaume-Uni

### Neutre

Nous sommes neutres à l'égard des actions britanniques. L'évaluation basée sur les bénéfices prévisionnels est globalement conforme à la moyenne à long terme. La performance future devra donc venir de la croissance des bénéfices plutôt que d'une revalorisation. Le consensus table sur une progression des bénéfices de 10% pour le MSCI UK cette année. Malgré le récent fléchissement de la GBP face à l'USD, le mouvement en termes pondérés des échanges commerciaux est bien plus limité. Un petit potentiel haussier existe si le prix du pétrole se maintient aux niveaux actuels ou augmente cette année. Le secteur de l'énergie représente 17% du MSCI UK, et les matériaux représentent 9%. Les 30% du FTSE 100 exposés au marché domestique continuent de souffrir du ralentissement de l'économie britannique, malgré un léger rebond de la croissance au deuxième trimestre.

Caroline Simmons, strategist

### FTSE 100

Au 22 août 2018: 7'574 Objectif à 6 mois

House View	7850
↗ Scénario positif	8600
↘ Scénario négatif	6500

## Suisse

☰ Neutre

Nous sommes neutres à l'égard des actions suisses au sein de notre portefeuille international. Nous anticipons une forte progression des bénéfices cette année, sous l'effet d'une croissance organique des ventes à la fois solide et durable, des mesures de maîtrise des coûts dans le secteur financier, de l'effet de levier de la croissance des chiffres d'affaires, notamment dans le secteur de la consommation discrétionnaire, de l'impact des réductions d'impôt aux Etats-Unis et de la normalisation des ratios de dépenses des compagnies d'assurance. Les effets de change seront positifs, mais modestes. Le rendement des dividendes est intéressant, mais les évaluations du marché suisse des actions ne nous semblent pas très attractives dans l'ensemble. Le marché ayant sous-performé les marchés internationaux des actions cette année, la prime sur PER réalisés a diminué.

Stefan R. Meyer, analyste

### Swiss Market Index

Au 22 août 2018: 9'048

Objectif à 6 mois

<b>House View</b>	<b>9300</b>
↗ Scénario positif	10000
↘ Scénario négatif	8000

## Marchés émergents

☰ Neutre

Notre opinion est neutre à l'égard des actions émergentes. A court terme, le contexte reste difficile, car le bras de fer commercial entre les Etats-Unis et la Chine risque fort de s'intensifier et l'USD se montre vigoureux. A long terme, nous demeurons optimistes à l'égard des marchés émergents, car leur excédent de croissance par rapport aux marchés développés devrait s'accroître à nouveau cette année ou en 2019. Pour l'heure, nous pensons que la croissance bénéficiaire va continuer de ralentir et que les estimations consensuelles actuelles de 13% pour les 12 prochains mois vont être abaissées. Sur la base des bénéfices réalisés sur 12 mois, le PER de 12,5x environ est conforme à la moyenne sur dix ans, ce qui l'expose au risque d'une nouvelle dévalorisation. Les actions émergentes affichent une décote de 26% par rapport à leurs homologues des marchés développés, un niveau proche de la moyenne sur cinq ans. La Chine reste notre marché privilégié, avec la Thaïlande. Nous recommandons d'éviter Taïwan et la Malaisie et conservons une position neutre sur la région EMEA et l'Amérique latine en raison des risques liés aux bénéfices et aux facteurs géopolitiques.

Jorge Mariscal, CIO Marchés émergents  
Corinne de Boursety, strategist

### MSCI EM

Au 22 août 2018: 1'051

Objectif à 6 mois

<b>House View</b>	<b>1'075</b>
↗ Scénario positif	1'200
↘ Scénario négatif	900

## Japon

☰ Neutre

Nous sommes neutres à l'égard des actions japonaises. Malgré des résultats trimestriels supérieurs aux prévisions en juin, les actions japonaises ont sous-performé les marchés internationaux des actions depuis le début de l'année en raison des craintes liées au bras de fer commercial entre les Etats-Unis et la Chine, aux désaccords sur les droits de douane au niveau mondial et à l'appréciation du JPY. Du fait d'une base de comparaison élevée, nous tablons sur une chute des bénéfices de 4% pour l'exercice 2018 (se terminant en mars 2019), après une envolée de 21% sur l'exercice 2017. Nous privilégions les actions à dividende élevé et les entreprises qui bénéficient d'un resserrement du marché de l'emploi.

Toru Ibayashi, analyste  
Chisa Kobayashi, analyste

### TOPIX

Au 22 août 2018: 1'698

Objectif à 6 mois

<b>House View</b>	<b>1760</b>
↗ Scénario positif	2000
↘ Scénario négatif	1550

## Immobilier coté

Nous prévoyons une progression des bénéfices de 5,8% l'an prochain (hors marchés émergents), sous l'effet de la croissance interne et de révisions à la hausse des loyers certes faibles, mais positives. Les entreprises se consacrent à l'optimisation des portefeuilles, au repositionnement et à la réduction des coûts de financement. En 2019, la croissance bénéficiaire devrait rester anémique en comparaison avec les actions mondiales. Après avoir culminé en 2015, le cycle poursuit sa maturation comme en témoignent les volumes de transaction et la fin de la compression cyclique des taux de capitalisation au niveau mondial. L'an prochain, ces taux pourraient augmenter et pénaliser la valeur des biens immobiliers en l'absence d'accélération des revenus locatifs. L'immobilier coté n'a généré aucune appréciation en capital ces quatre dernières années. C'est le rendement des dividendes de 3,8% qui tire la performance. Le secteur affiche une décote attrayante de 12% par rapport à la valeur nette d'inventaire (contre une décote historique de 7%), mais les cours devraient s'effriter progressivement à moyen terme, au fur et à mesure que la valeur des biens immobiliers diminue.

Thomas Veraguth, Sandra Wiedmer et Maciej Skoczek, analystes

### Indice RUGL

Au 22 août 2018: 5'097

Objectif à 6 mois

<b>House View</b>	<b>4'900</b>
↗ Scénario positif	5'100
↘ Scénario négatif	4'700

# Obligations

## Obligations de haute qualité américaines

### + Surpondération

Les taux longs restent dans la fourchette étroite constatée depuis février. La progression des taux courts a fait une pause le mois dernier, du fait des tensions commerciales internationales et de difficultés spécifiques sur plusieurs marchés émergents. L'inflation est proche de l'objectif de la Fed, mais ne montre aucun signe inquiétant d'accélération. Du fait des contraintes de capacités, la Fed continuera à relever ses taux de manière progressive tant que les perspectives économiques resteront positives. La Fed devrait relever ses taux encore une ou deux fois cette année, en fonction de l'impact économique des nouveaux droits de douane. De nouveaux relèvements sont en outre probables en 2019. Nous tablons sur un nouvel aplatissement de la courbe. Selon nous, le cycle des taux américains a déjà été largement escompté par le marché et le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est attrayant. Il existe un risque à la hausse si le marché intègre une probabilité accrue d'accélération de l'inflation. Les risques à la baisse proviennent de la possibilité d'une guerre commerciale à grande échelle et d'un ralentissement de l'économie.

Douglas S. Rothstein et Patrik Ryff, strategists

### Oblig. de haute quali. en USD: Eurodollar AA+ 5-7 ans (rendement)

Au 22 août 2018: 3,15 (rendement)	Perspectives à 6 mois
<b>House View</b>	<b>3,30 (rendement)</b>
↗ Scénario positif	2,50 (rendement)
↘ Scénario négatif	3,90 (rendement)

## Obligations d'entreprise en USD

### = Neutre

Les obligations d'entreprise investment grade (IG) en USD ont bénéficié de la légère baisse des rendements des bons du Trésor américain et de la contraction des écarts de crédit le mois dernier, ce qui a permis au segment d'afficher des rendements positifs attrayants. Néanmoins, la performance totale reste en territoire négatif (-0,7%). La forte diminution de l'activité d'émission sur le marché primaire en juillet a fait passer l'offre nette au plus faible niveau constaté en 2018, favorisant une contraction des écarts. L'aversion au risque liée aux déboires des actifs turcs s'est révélée insuffisante pour affecter les titres IG en USD de manière significative. Les écarts de crédit sont actuellement conformes à nos prévisions et nous ne voyons aucun élément susceptible de les faire évoluer significativement dans un sens ou dans l'autre dans les six prochains mois. L'endettement des entreprises est élevé, mais il a été modéré par la forte croissance des bénéficiaires au cours des derniers trimestres. Comme les rendements des bons du Trésor américain devraient selon nous rester stables, nous tablons sur une performance globale à 12 mois proche du rendement moyen actuel de 3,6% par an.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan et Vittorio Bosio, strategists

### Ecart du Bloomberg Barclays US Int. Corp.

Au 22 août 2018: 89 pb	Perspectives à 6 mois
<b>House View</b>	<b>80-100 pb</b>
↗ Scénario positif	75 pb
↘ Scénario négatif	250 pb

## Obligations de haute qualité européennes

### = Sous-pondération

Le rendement à dix ans des Bunds a augmenté en juillet, après des rumeurs de durcissement imminent de la politique de la Banque du Japon. En fait, le discours de la Banque du Japon s'est révélé accommodant. Les taux sont donc redescendus vers leurs plus bas, dans un contexte de tensions croissantes du côté du commerce international et de difficultés spécifiques sur les marchés émergents. La BCE devrait mettre fin à ses rachats d'actifs cette année et s'est engagée à maintenir ses taux directeurs inchangés jusqu'à la fin de l'été 2019. Nous tablons sur une hausse des rendements en EUR sur notre horizon tactique de six mois, la BCE mettant fin à ses rachats d'obligations cette année et le relèvement des taux se rapprochant. L'impact de ces éléments devrait être partiellement compensé par la vigueur des Bunds allemands, toujours soutenus par la raideur de la courbe des taux, la demande pour les actifs sans risque, le solde net d'émissions toujours négatif et une inflation dont l'augmentation n'est que progressive. Il est peu probable que la BNS relève ses taux avant la BCE. On ne s'attend donc pas à des taux directeurs positifs en Suisse avant 2020.

Patrik Ryff et Douglas S. Rothstein, strategists

### Obligations de haute qualité en EUR: rendement de l'EuroAgg AA+ 5-7 ans

Au 22 août 2018: 0,15 (rendement)	Perspectives à 6 mois
<b>House View</b>	<b>0,35 (rendement)</b>
↗ Scénario positif	0,00 (rendement)
↘ Scénario négatif	+0,70 (rendement)

## Obligations d'entreprise en EUR

### = Neutre

Après l'important creusement des écarts de crédit au premier semestre, les emprunts d'entreprise investment grade (IG) en euro se sont stabilisés. La performance totale est neutre en cumul annuel. Les banques très exposées à la Turquie représentant moins de 3% de l'indice IG en EUR, la crise n'a pas eu d'impact significatif. Le niveau de rendement moyen est légèrement inférieur à 1%. Nous tablons sur une stagnation de la performance des titres IG jusqu'à la fin de l'année, vu le faible rendement initial et nos anticipations de hausse progressive des rendements des emprunts d'Etat en euro sur les six prochains mois. Les écarts sont supérieurs à ceux de notre fourchette cible et nous ne prévoyons aucun nouveau creusement dans les six prochains mois. La croissance régionale devrait en effet reprendre de l'élan. Un retour vers les niveaux planchers du cycle est peu vraisemblable. La BCE a annoncé la fin de ses rachats obligataires d'ici fin 2018. Un important support technique du crédit européen disparaîtra ainsi d'ici fin 2018 et en 2019, laissant le marché plus exposé à des revers temporaires.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan et Vittorio Bosio, strategists

### Ecart du Bloomberg Barclays EuroAgg Corporate

Au 22 août 2018: 115 pb	Perspectives à 6 mois
<b>House View</b>	<b>80-100 pb</b>
↗ Scénario positif	80 pb
↘ Scénario négatif	250 pb

## Obligations à haut rendement en USD

⊖ Neutre

Les écarts des obligations américaines à haut rendement (HY) se sont contractés de 14 pb le mois dernier, à 348 pb, soit un niveau proche du milieu de la fourchette depuis le début de l'année (325-380 pb). La performance totale est de +0,9% sur le mois. La classe d'actifs est soutenue par une baisse du volume d'émission brut de 23% en rythme annuel, ainsi que par des fondamentaux favorables et de bas taux de défaillance. Nous sommes neutres sur le haut rendement en USD. Selon nous, l'amélioration des fondamentaux est reflétée dans les prix, et il est peu probable que les spreads redescendent aux planchers d'après-crise atteints en janvier. Parmi les risques à court terme figure celui d'une volatilité accrue des taux. Le taux de défaillance sur 12 mois mobiles a baissé à 1,2% en juillet, niveau bien inférieur à la moyenne de long terme de 4%. Il devrait rester globalement stable sur les 12 prochains mois.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan et Vittorio Bosio, strategists

### Spread de l'indice ICE BoAML US High Yield

Au 22 août 2018: 348 pb Perspectives à 6 mois

House View	380-420 pb
↗ Scénario positif	300 pb
↘ Scénario négatif	1100 pb

## Obligations à haut rendement en EUR

⊖ Sous-pondération

Les rendements des obligations à haut rendement (HY) en EUR ont légèrement augmenté le mois dernier (+5 pb) et la performance totale est de +0,3%. Nous continuons de sous-pondérer les obligations à haut rendement en EUR face à une combinaison d'actions et d'obligations de haute qualité. Nous anticipons une performance globale mitigée pour le haut rendement en EUR au cours des six prochains mois, vu le potentiel limité de contraction des spreads et la hausse des rendements des Bunds allemands. L'allègement des mesures de soutien de la BCE pourrait peser sur les écarts de crédit, de même que les discussions concernant le budget italien d'ici la fin de l'année, suscitant éventuellement de nouvelles inquiétudes quant à la viabilité de la dette italienne. Le taux de défaillance sur 12 mois mobiles s'est révélé stable à 0,4% en juillet. Les défaillances devraient se maintenir à moins de 2% sur les 12 prochains mois, car les fondamentaux de crédit sont sains, les conditions de prêt continuent de s'assouplir et la croissance de la zone euro devrait rester supérieure à la tendance à long terme pendant les trimestres à venir.

Philipp Schöttler, Carolina Corvalan et Vittorio Bosio, strategists

### Spread de l'indice ICE BoAML Euro High Yield

Au 22 août 2018: 355 pb Perspectives à 6 mois

House View	310-350 pb
↗ Scénario positif	250 pb
↘ Scénario négatif	1200 pb

## Emprunts d'Etat des ME en USD

+ Surpondération

Les emprunts d'Etat des marchés émergents ont souffert cette année de la vigueur généralisée de l'USD et de la hausse des taux des bons du Trésor américain, suscitant des craintes quant à la vulnérabilité externe de certains pays. A cela s'ajoutent les tensions commerciales au plan international. La classe d'actifs a affiché une perte de 4,5% depuis le début de l'année, sous l'effet du creusement des spreads de crédit. Notre scénario de base prévoit une légère contraction des écarts de crédit des marchés émergents sur les six prochains mois, dans un contexte de forte volatilité. Bien que les fondamentaux des pays émergents paraissent actuellement relativement solides dans l'ensemble, les tensions commerciales devraient s'accroître autour du globe. Vu le différentiel de rendement attrayant, nous recommandons aux investisseurs de surpondérer les emprunts d'Etat en USD des marchés émergents par rapport aux obligations de haute qualité, dans le cadre de portefeuilles diversifiés au niveau mondial. Nous privilégions l'Argentine, le Brésil, le Pérou, la Chine, l'Indonésie, le Qatar, Bahreïn, le Maroc, l'Arabie saoudite et la Côte d'Ivoire.

Michael Bolliger et Jérôme Audran, analystes, Alejo Czerwonko, strategist

### EMBI Diversified

Au 22 août 2018: 360 pb Perspectives à 6 mois

House View	340 pb
↗ Scénario positif	290 pb
↘ Scénario négatif	450 pb

## Emprunts d'entreprise des marchés émergents en USD

⊖ Neutre

Les emprunts d'entreprise des marchés émergents ont essuyé une perte de 2,5% depuis le début de l'année sous l'effet de l'augmentation des rendements américains et d'un élargissement des écarts de rendement de 60 pb. La vigueur de l'USD, la montée des tensions commerciales et les chiffres macroéconomiques décevants dans divers pays ont pesé sur la classe d'actifs, soulevant des inquiétudes quant aux perspectives de croissance des marchés émergents et à la vulnérabilité de certains pays aux facteurs externes. Nous tablons sur des écarts de crédit relativement stables sur les six prochains mois et sur des performances légèrement positives pour la classe d'actifs. Une guerre commerciale véritable demeure un risque clé, atténué toutefois par des fondamentaux de crédit stables, voire en amélioration, une croissance toujours robuste dans les marchés émergents, la hausse des prix de l'énergie et, plus généralement, notre anticipation d'une stabilisation progressive de l'environnement mondial. Nous recommandons aux investisseurs de rester neutres à l'égard des obligations d'entreprise des marchés émergents dans le cadre de portefeuilles diversifiés sur le plan international, ainsi que de faire preuve de sélectivité, comme l'illustre notre portefeuille de référence.

Michael Bolliger et Jérôme Audran, analystes  
Carolina Corvalan, strategist

### CEMBI Diversified

Au 22 août 2018: 322 pb Perspectives à 6 mois

House View	310 pb
↗ Scénario positif	260 pb
↘ Scénario négatif	480 pb

# Monnaies

Thomas Flury, Head FX Strategy  
Daniel Trum, strategist  
Wayne Gordon, strategist

**EURUSD:** résurgence du billet vert. Nous prévoyons désormais un nouveau recul de l'EURUSD vers 1,10 sur les trois prochains mois. Les turbulences entourant la lire turque (TRY) a été la goutte qui a fait déborder le vase. Toutefois, l'aversion au risque avait fait son retour sur les marchés des changes en réponse à plusieurs facteurs, dont les frictions commerciales, les données conjoncturelles décevantes en zone euro et l'incertitude régnant en Italie. L'USD devrait selon nous rester soutenu dans les prochains mois, mais il existe de bonnes raisons d'anticiper un rebond de l'euro sur un horizon de 12 mois. Nous tablons sur un cours de l'EURUSD aux environs de 1,15 dans six mois.

**USDJPY:** rendements plus souples, politique plus durable. Dans une tentative d'accroître la pérennité de son programme d'assouplissement, la Banque du Japon (BdJ) a ajusté les paramètres de sa politique lors de sa réunion du 31 juillet. Les modifications permettent un plus grand potentiel haussier pour les rendements des emprunts d'Etat nippons, et donc aussi pour le yen. La Banque du Japon a cependant réussi à enrayer toute réaction excessive du marché en adoptant un ton encore plus accommodant. Nous continuons de prévoir un cours de l'USDJPY à 107 dans six mois. La récente hausse au-delà de 113 a probablement encouragé la Banque du Japon à normaliser sa politique.

**USDCAD:** risque sans rémunération à court terme. Le redressement des données conjoncturelles canadiennes et l'optimisme au sujet de l'ALENA créent depuis fin juin des anticipations de hausse des taux d'intérêt et du CAD. Mais l'escalade probable des tensions commerciales mondiales pourrait plomber la monnaie canadienne dans les trois prochains mois. A plus long terme, nous prévoyons toujours un recul de l'USDCAD. Nous tablons donc sur un recul progressif de l'USDCAD à 1,29 dans les six prochains mois.

**AUDUSD:** équilibre fragile Notre analyse de l'AUDUSD tente de déterminer le vainqueur parmi des forces opposées. D'un côté, on trouve les risques haussiers tels que la politique d'infrastructure chinoise, qui favorise la demande de matières premières en vrac, et les dépenses d'investissement intérieures, qui contribuent à nouveau à la croissance. De l'autre côté, les marchés intérieurs du crédit et de l'immobilier exercent un effet de frein grandissant. Au bout du compte, l'AUDUSD devrait reculer aux alentours de 0,71 sur un horizon de six mois.

**GBPUSD:** attention aux risques liés au Brexit. Nous pensons que les risques économiques et politiques mondiaux vont continuer de favoriser l'USD face à la GBP au cours des trois prochains mois. Cela dit, un rebond de la livre reste possible sur un horizon de 12 mois. Nous anticipons toujours une issue favorable des négociations du Brexit, mais le risque d'une sortie «dure» demeure non négligeable. Selon nous, le

GBPUSD va chuter à 1,22 dans les trois prochains mois, avant de remonter à 1,30 d'ici six mois.

**USDCHF:** aucune valeur refuge n'est pareille à l'autre. La recherche actuelle de valeurs sûres favorise l'USD par rapport au CHF. Les dangers croissants liés aux conflits commerciaux, à la situation politique en Italie et à la stabilité de la croissance mondiale ont alimenté l'aversion au risque. L'USD reste malgré tout soutenu par ses rendements attrayants et sa liquidité élevée. Nous pensons que l'USDCHF se maintiendra aux environs de la parité dans les six prochains mois, sur fond d'amélioration du contexte pour l'euro.

**EURCHF:** dans l'attente de la décision de M. Draghi. Pour que l'EURCHF puisse s'apprécier, il faudra selon nous une amélioration des données conjoncturelles de la zone euro. Une nouvelle consolidation de l'économie européenne est nécessaire. Bien que solides en apparence, les indicateurs d'activité n'ont pas (encore) livré suffisamment de surprises positives. En outre, l'impact des sanctions et droits de douaniers reste flou. La Banque nationale suisse maintient son approche réactive dans un contexte de fragilité des marchés des changes. Nous prévoyons donc un repli de l'EURCHF à 1,12 dans trois mois, suivi d'un rebond à 1,15 dans six mois.

**EURNOK:** aucune tendance claire pour le moment. La Norges Bank semble toujours devoir relever ses taux en septembre, ce qui devrait soutenir la NOK face à l'EUR. Cela dit, nous considérons que l'exposition à la couronne présente des risques en cas de tensions sur les marchés des actions. En outre, l'euro reste sous-évalué et devrait s'apprécier à un horizon de 12 mois. Nous tablons donc sur un maintien de l'EURNOK aux environs de 9,40 sur les six prochains mois.

**EURSEK:** la couronne demeure un pari risqué. Nous distinguons un potentiel haussier sur trois mois en raison de risques politiques et économiques, tant en Suède qu'au plan international. Sur un horizon de 12 mois, l'économie suédoise devrait se redresser, mais il nous semble peu probable que l'EURSEK descende bien en deçà de 10. Nous tablons sur un cours aux environs de 10,20 sur les six prochains mois.

## Prévisions de change

	28.08.18	3M	6M	12M	PPA
EURUSD	1.170	1.10	1.15	1.20	1.29
USDJPY	111.1	110	107	105	74
USDCAD	1.294	1.32	1.29	1.26	1.22
AUDUSD	0.735	0.71	0.71	0.75	0.70
GBPUSD	1.290	1.22	1.30	1.36	1.61
NZDUSD	0.671	0.62	0.62	0.65	0.60
USDCHF	0.977	1.02	1.00	1.00	0.93
EURCHF	1.142	1.12	1.15	1.20	1.20
GBPCHF	1.260	1.24	1.30	1.36	1.50
EURJPY	129.9	121	123	126	95
EURGBP	0.906	0.90	0.88	0.88	0.80
EURSEK	10.648	10.40	10.20	10.00	9.54
EURNOK	9.713	9.40	9.40	9.60	10.33

Sources: Reuters EcoWin, IMF, UBS; 28 août 2018  
PPA = parité du pouvoir d'achat

# Matières premières et placements alternatifs

## Matières premières

### Or

De nouvelles pressions pourraient s'exercer sur le prix de l'or à court terme, dans la mesure où nous prévoyons une appréciation de l'USD dans les prochaines semaines. Dans le même temps, les marchés des actions étant proches de leurs niveaux record aux Etats-Unis, les investisseurs n'ont pas eu à couvrir leur exposition à l'USD malgré la dégradation des autres marchés. A moyen terme, les perspectives de l'or semblent toujours positives et nous nous interrogeons sur la viabilité des positions courtes des spéculateurs sur les marchés à terme et sur la faible volatilité des marchés américains à l'approche des élections de mi-mandat aux Etats-Unis. Les investisseurs axés sur le long terme devraient donc conserver leurs positions et chercher à ajouter de nouvelles positions lorsque les prix s'approcheront du bas de notre fourchette de négoce à court terme.

Wayne Gordon, strategist  
Giovanni Staunovo, analyste  
Dominic Schneider, analyste

### Or (6 mois)

Au 22 août 2018: 1196 USD l'once

Objectif à 6 mois

House View	1250 USD l'once
↗ Scénario positif	1400 USD l'once
↘ Scénario négatif	1100 USD l'once

### Pétrole brut

Le marché pétrolier devrait rester déficitaire suite au recul de la production au Venezuela et à la volonté du gouvernement américain de juguler les exportations de pétrole iranien d'ici novembre. L'Arabie saoudite, ses alliés du Golfe et la Russie augmentent leurs volumes pour compenser ces déficits de production. Les capacités excédentaires diminuent donc. Allié à l'érosion des capacités de production en réserve et à la forte baisse prévue de la production iranienne, cela devrait rendre le marché pétrolier sensible à toute perturbation supplémentaire du côté de l'offre. Nous misons sur un cours du Brent de 85 USD le baril dans six mois, les risques restant selon nous orientés à la hausse. On ne saurait exclure la possibilité d'un bond à 100 USD le baril dans les douze prochains mois, surtout en cas de nouvelles perturbations de l'approvisionnement. Nous restons d'avis que les investisseurs à forte tolérance au risque pourraient profiter de la hausse des prix et des gains sur les reports de position en vendant les risques baissiers sur le prix du pétrole ou en ajoutant une position longue sur l'or noir.

### Brent (6 mois)

Au 22 août 2018: 75 USD/baril

Objectif à 6 mois

House View	85 USD/baril
↗ Scénario positif	100-120 USD/baril
↘ Scénario négatif	55-65 USD/baril

## Hedge funds

Les hedge funds constituent une source appréciable de rendement et de stabilité dans un portefeuille multi-actifs, notamment dans les phases de volatilité du marché. Ils offrent un meilleur profil de risque/rendement que de nombreuses autres classes d'actifs ainsi qu'un accès à des opportunités d'investissement décorrélées, ce qui fournit à la fois une protection contre le risque baissier et des avantages en termes de diversification.

Leur performance est soutenue par la dispersion accrue des actions, la faible corrélation entre actifs, la hausse des taux d'intérêt, la légère augmentation de la volatilité et l'évolution divergente des politiques monétaires et économiques. Nous tablons sur des rendements annuels en USD de 3 à 6% pour la classe d'actifs dans son ensemble.

Karim Cherif, strategist

# Idées d'investissement

# Thèmes d'investissement préférés

Nous aimons...

Nous n'aimons pas...

 Récents relèvements  
 Récentes rétrogradations

## Actions

 Investissement durable

- Actions internationales
- Actions internationales de qualité 
- Bêta intelligent aux Etats-Unis
- Stratégie «buy-write» sur actions américaines
- Une certaine protection via une option de vente sur actions américaines

## Obligations

- Emprunts d'Etat des ME en USD
- Obligations des ME sélectionnées
- Prêts européens à effet de levier 
- Bons du Trésor américain à 10 ans (par rapport aux liquidités en USD)
- Obligations de haute qualité en USD à long terme
- Haut rendement en EUR
- Emprunts d'Etat japonais à 10 ans par rapport aux liquidités en JPY
- Obligations «usées»

## Marchés des changes

- JPY contre...
- ...TWD

## Placements alternatifs

- Gérer la hausse des taux américains avec des hedge funds

# Générer du rendement: «Buywrite» sur les actions US

## Horizon de placement

Medium terme  
(>12 mois)

## Classe d'actifs

Actions

## Date d'initiation

26 février 2018

Au cours d'un cycle économique, les stratégies de buy-write sur actions génèrent des rendements ajustés du risque attractifs en capturant à la fois la prime de risque des actions et celle de la volatilité. Elles sont surtout intéressantes quand les rendements des actions se modèrent et que la dynamique du marché retombe. Historiquement, elles affichent de bonnes performances en période de hausse des taux.

Tze Shao, analyste  
Maximilian Kunkel, strategist



## Pourquoi intégrer des options à son portefeuille?

Le consensus table sur une modération des perspectives de rendement à long terme. Cette opinion et un environnement de taux d'intérêt faibles poussent de plus en plus d'investisseurs à rechercher un revenu plus important de leur portefeuille et une protection contre la volatilité à court terme. Pour ce faire, les investisseurs peuvent par exemple systématiquement vendre des options.

## Qu'est-ce qu'une stratégie « buy-write » ?

Une stratégie de buy-write sur actions repose sur le concept d'une option call. Elle implique d'acheter une action (partie « buy ») en vendant systématiquement (« write ») une option call couvrant la position, généralement à échéance mensuelle. L'investisseur concède à la contrepartie le droit, mais non l'obligation, d'acheter l'actif sous-jacent à un prix déterminé à l'avance et reçoit une prime en échange.

## Quels avantages ?

Cette stratégie offre des caractéristiques risque/rendement supérieures à celles d'une stratégie classique. Par exemple, entre juin 1988 et janvier 2018, le S&P 500, avec dividendes réinvestis, a généré un rendement annuel moyen de 9,95%. Une stratégie de buy-write avec une position « longue » sur l'indice S&P 500 (SPX), avec dividendes réinvestis (comme le

mesure l'indice BXY), et la vente d'une succession d'options call S&P 500 hors du cours à 2% d'un mois ont atteint un rendement annuel moyen similaire de 10,04%. Mais avoir recours à la stratégie aurait été plus calme, avec une volatilité annualisée de 12,9% contre 16,0% pour l'indice S&P 500 Total Return.

## Pourquoi maintenant ?

Les stratégies de buy-write sont surtout efficaces quand les marchés des actions sont en baisse ou stables, voire en légère hausse. La modération des prévisions de rendement pour les actions US associée à une hausse graduelle des taux d'intérêt et une volatilité plus normale les rendent intéressantes à ce stade du cycle.

## Evolutions récentes

La période prolongée de faible volatilité des actions américaines a pris fin en février. Depuis ce moment et jusqu'à mi-août, l'indice BXY a surperformé l'indice total return S&P 500 de 2,49%.

# C'est la qualité globale qui compte

## Horizon de placement

Long terme  
(>12 mois)

## Classe d'actifs

Actions

## Date d'initiation

16 août 2018

Au stade intermédiaire à avancé du cycle économique, lorsque la politique monétaire est moins accommodante et que la volatilité augmente, c'est la qualité qui compte. Avec les tensions commerciales croissantes, une stratégie globale de qualité neutre sur le plan sectoriel peut également offrir une protection supplémentaire dans un contexte relatif.

Claudia Panseri, strategist  
Caroline Simmons, strategist

Le cycle économique se situe actuellement au stade intermédiaire à avancé et la volatilité des actions a augmenté parallèlement aux risques tels que le protectionnisme américain et le resserrement de la politique monétaire. Dans cet environnement, nous privilégions les stratégies qui offrent toujours une exposition à des bénéfiques dynamiques et à d'autres fondamentaux solides, mais qui résisteront probablement mieux à la volatilité que le marché global.

Un style de qualité se concentre sur les sociétés présentant une rentabilité supérieure (rendement des capitaux propres), un effet de levier financier plus faible (faible coefficient d'endettement) et une moindre volatilité des bénéfiques. Une telle qualité offre des caractéristiques légèrement plus défensives que le marché plus large.

Les actions de grande qualité sont traditionnellement plus performantes que le marché : 1) lorsque l'économie ralentit ou entre en récession; 2) dans les 12 mois suivant le pic des indicateurs avancés; et 3) lorsque l'aversion au risque et la volatilité augmentent. Depuis la fin du mois de février, les styles de « cycle intermédiaire à avancé », tels que la forte croissance, la qualité élevée, l'augmentation de la dynamique et un risque faible, ont commencé à surperformer le marché global, en particulier en Europe.

Les inquiétudes des investisseurs concernant le resserrement américain, la fin de l'assouplissement quantitatif (QE) dans la zone euro, les tensions commerciales entre les Etats-Unis et le reste du monde, le risque politique dans la zone euro et des indicateurs avancés plus faibles en Europe et dans les marchés



émergents ont tous contribué à un changement de comportement de ces styles.

Bien que la croissance économique soit bien orientée, les risques devraient rester élevés au second semestre (en raison du protectionnisme, du resserrement plus rapide de la Réserve fédérale américaine, des politiques européennes et des risques géopolitiques en Corée du Nord et au Moyen-Orient). Dans ce contexte de solides fondamentaux et de volatilité croissante, et pour éviter des concentrations dans certains secteurs affectés par les tensions commerciales, nous pensons qu'un style de qualité neutre au niveau mondial en termes de secteurs est bien positionné pour surperformer les actions mondiales au cours des 6 à 12 prochains mois.

## Évolutions récentes

La volatilité est revenue cette année, tirée par une croissance mondiale moins synchronisée, la réévaluation du marché par le calendrier de relèvement des taux de la Fed, un dollar américain plus fort, des tensions commerciales et le désendettement chinois. Nous nous attendons à une bonne performance de l'économie mondiale au second semestre, mais les investisseurs devraient également s'attendre à ce que la volatilité se poursuive. L'incertitude sur les taux d'intérêt, le protectionnisme et la Chine constituent des facteurs de risque clés. Dans ce contexte, nous pensons qu'un style de qualité neutre au niveau mondial en termes de secteurs est bien positionné pour surperformer les actions mondiales. Dans ce contexte, l'indice MSCI World Sector Neutral Quality a surperformé le MSCI World de 0,5 % cette année et a suivi l'indice de référence le mois dernier.

# Gérer la hausse des taux américains grâce aux hedge funds

## Horizon de placement

Long terme  
(>12 mois)

## Classe d'actifs

Hedge Funds

## Date d'initiation

13 août 2015

La Réserve fédérale américaine relève ses taux d'intérêt. Les clients à la recherche de placements autres que des obligations de premier ordre pourraient envisager un portefeuille personnalisé de hedge.

Karim Cherif, stratège



L'inflexion de la politique monétaire américaine influence les marchés financiers à l'échelle mondiale.

- Le CIO table sur une croissance économique mondiale solide; le relèvement des taux aux Etats-Unis devrait donc avoir un impact limité sur les actifs à risque. Les actions mondiales devraient poursuivre à la hausse. Côté revenu fixe à l'échelle mondiale, le potentiel de resserrement supplémentaire des taux nous paraît limité, mais le portage nous semble encore attrayant dans certaines catégories d'emprunts.
- Les obligations HG, en revanche, devraient sous-performer.
- Historiquement, les hedge funds résistent bien en période de hausse des taux d'intérêt. Notre analyse sur une période de 20 ans montre qu'en termes de rendement absolu, les hedge funds ont surperformé toutes les autres catégories; la stratégie equity hedge a enregistré la plus forte performance, suivie par les stratégies event driven et relative value.
- Les investisseurs à la recherche d'une alternative aux obligations HG devraient envisager de s'intéresser aux hedge funds. Nous recommandons un portefeuille de hedge funds diversifié, concentré sur les stratégies non directionnelles, dont le rapport risque/rendement équivaut à celui des obligations. Ils sont généralement de bons facteurs de

diversification par rapport aux actions et obligations traditionnelles et ont historiquement réalisé une bonne performance dans un contexte de hausse des taux.

## Evolutions récentes

Le portefeuille que nous conseillons fait la part belle aux stratégies relative value, mais investit également dans d'autres styles, dont le macro/trading, pour atténuer la volatilité et garantir la diversification. Toutes les stratégies de ce portefeuille, à l'exception du macro/trading, ont délivré des rendements solides cette année. Dans le revenu fixe, les stratégies relative value et event driven, largement surpondérées, sont parmi les plus performantes. Nous pensons que la hausse des taux d'intérêt et la volatilité et la dispersion un peu plus élevées devraient continuer de les soutenir au cours des prochains mois.

# Une gamme complète.



## UBS House View *Weekly*

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

Publication: hebdomadaire  
Format: numérique

## UBS House View *Monthly Letter*

Cette lettre adressée par notre Chief Investment Officer mondial décrypte les principales tendances de l'économie et des marchés intervenues durant le mois et communique les changements apportés à nos opinions d'investissement à six mois.

Publication: mensuelle  
Format: numérique

## UBS House View *Investor's Guide*

Cette publication qui est un instantané mensuel des opinions mondiales du CIO qui vous propose également des éclairages régionaux plus poussés et des idées d'investissements ciblées pour vous aider à mieux mettre en œuvre les opinions du CIO dans votre stratégie de placement.

Publication: mensuelle  
Format: imprimé et numérique

## UBS House View *Year Ahead 2018*

Cette publication phare décrypte les principaux déterminants des économies, des marchés et des portefeuilles pour l'année à venir. Nos perspectives vous livrent également nos meilleures idées afin de tirer parti des possibilités de placement et d'atténuer les risques pour votre patrimoine.

Publication: annuelle  
Format: imprimé et numérique

Si vous souhaitez obtenir de plus amples informations sur les placements, sachez qu'un éventail complet de publications du CIO est à votre disposition.\*

Pour en savoir plus:  
[ubs.com/cio](http://ubs.com/cio)

\* En tant que client(e) d'UBS, vous pouvez vous abonner aux publications via votre conseiller à la clientèle.

**Analyse financière générique – 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 négocié 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 n'est pas possible de tenir compte des objectifs d'investissement individuels de chacun de nos clients, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux clients désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable. Lors de l'établissement des prévisions conjoncturelles du Chief Investment Office (CIO), les économistes CIO ont travaillé en collaboration avec des économistes employés par UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont actuelles le jour de leur publication et sont susceptibles de modifications sans préavis. Pour obtenir des informations sur la façon dont UBS CIO WM gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site [www.ubs.com/research](http://www.ubs.com/research). Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

**Gérants de fortune indépendants/Conseillers financiers externes:** dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie à un gérant de fortune indépendant ou à un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée par le gérant de fortune indépendant ou le conseiller financier externe et qu'ils en fassent bénéficier leurs clients ou des parties tierces. **Allemagne:** l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE est agréée par, et placée sous, l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Arabie saoudite:** la présente publication a été approuvée par UBS Saudi Arabia (une filiale d'UBS SA), une société anonyme fermée étrangère fondée dans le Royaume d'Arabie saoudite sous le numéro de registre commercial 1010257812 ayant son siège social à Tatweer Towers, Case postale 75724, Riyad 11588, Royaume d'Arabie saoudite. UBS Saudi Arabia est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers d'Arabie saoudite. **Australie:** cet avis est émis par UBS SA ABN 47 088 129 613 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231087). Ce document est émis et distribué par UBS SA, en dépit de toute mention contraire dans le document. Le document est destiné à une utilisation exclusive par des «clients de gros» tels que définis à la section 761G («clients de gros») de la Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). Le document ne saurait en aucun cas être mis à la disposition d'un «client de détail» tel que défini à la section 761G de la Corporations Act par UBS SA. Les services de recherche d'UBS SA ne sont accessibles qu'aux clients de gros. Le présent document n'est qu'une information générale et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière, du régime d'imposition ou des besoins spécifiques d'une personne quelle qu'elle soit. **Autriche:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit autrichien, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, avec établissement commercial sis Wächtergasse 1, A-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 Tatweer Towers, Case postale 75724, Riyad 11588, Royaume d'Arabie saoudite. UBS Saudi Arabia est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers d'Arabie saoudite. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Bahreïn:** UBS est une banque suisse qui n'est ni autorisée, ni soumise à la surveillance ou à la réglementation de la banque centrale de Bahreïn. En tant que telle, elle n'effectue aucune activité bancaire ou d'investissement à Bahreïn. Les clients ne bénéficient donc d'aucune protection aux termes des lois et réglementations locales applicables aux services bancaires et de placement. **Bresil:** 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 Prudential et de Résolution. **Hong Kong:** cette publication est distribuée à la clientèle de la succursale UBS SA Hong Kong, banque au bénéfice d'une licence en vertu de la «Hong Kong Banking Ordinance» et établissement enregistré selon la «Securities and Futures Ordinance». **Inde:** distribué par UBS Securities India Private Ltd, 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Inde) 400051. Tél.: +912261556000. Numéros d'enregistrement SEBI: NSE (segment marché des capitaux): INB230951431, NSE (segment contrats à terme et options) INF230951431, BSE (segment marché des capitaux) INB010951437. **Israël:** UBS Switzerland AG est enregistrée en tant que «Foreign Dealer» en coopération avec UBS Wealth Management Israel Ltd, une société affiliée détenue à 100% par UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd est un Portfolio Manager disposant d'une licence qui opère également dans le marketing d'investissement et est placé sous la surveillance de l'Autorité israélienne des valeurs mobilières. Ce document ne saurait se substituer à un conseil en investissement ou un marketing d'investissement fourni par le licencié concerné et adapté à vos besoins personnels. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3 – 20121 Milan, la filiale d'une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» en vue de la fourniture de services financiers et surveillée par la «Consob». **Jersey:** la succursale UBS AG Jersey est soumise à la réglementation et est autorisée par la «Commission des Services Financiers» de Jersey pour gérer des activités bancaires, des fonds et des activités d'investissement. Si des services sont fournis en dehors de Jersey, ils ne seront pas couverts par le régime de réglementation de Jersey. UBS AG, Jersey Branch est une filiale d'UBS SA, une société à responsabilité limitée par actions, constituée en Suisse dont les sièges sociaux sont sis Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Bâle et Bahnhofstrasse 45, CH 8001 Zurich. UBS AG, l'établissement principal de Jersey Branch est situé à 1, JFC Jersey, Saint-Helier, Jersey, JE2 3BX. **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS Europe SE, Luxembourg Branch, avec établissement commercial sis 33A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg. UBS Europe SE, Luxembourg Branch est une filiale d'UBS Europe SE, un établissement de crédit constitué au sens du droit allemand sous la forme d'une Societas Europaea, dûment autorisée par l'Autorité de surveillance fédérale allemande des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin), et est soumise à la surveillance conjointe de la BaFin, la banque centrale d'Allemagne (Deutsche Bundesbank), ainsi qu'à l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF»), auxquelles cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Mexique:** le présent document a été distribué par UBS Asesoros 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 Asesoros México, S.A. à capital variable, ne garantit pas le moindre rendement. **Nouvelle-Zélande:** cet avis est distribué aux clients d'UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, par UBS Wealth Management Australia Ltd. La présente publication ou documentation vous est fournie, car vous avez indiqué envers UBS être un client certifié en tant qu'investisseur de grande envergure («wholesale investor») et/ou un investisseur qualifié («Certified Client») situé en Nouvelle-Zélande. Cette publication ou documentation n'est pas destinée aux clients non certifiés («Non-Certified Clients»), et de tels clients ne doivent pas se fonder sur les informations qu'elle contient. Si, en tant que client non certifié, vous optez néanmoins de vous fonder sur les informations contenues dans le présent document en dépit de cet avertissement, vous (i) reconnaissez par la présente que vous n'êtes pas censé(e) vous fonder sur le contenu de cette publication ou documentation, et que toute recommandation ou opinion qui y figure ne vous est pas adressée, et (ii) dans la plus grande mesure permise par la loi, (a) vous indemnez UBS et ses associés ou entités affiliées ainsi que leurs directeurs, employés, agents et conseillers respectifs (tous considérés comme des «personnes concernées») de tout dommage, perte, responsabilité et prétention encourus ou subis par l'une quelconque de ces parties en conséquence de, ou en rapport avec, votre utilisation non autorisée du présent document, et (b) vous renoncez à tout droit ou recours à l'encontre de toute personne concernée pour (ou en lien avec) tout dommage, perte, responsabilité et prétention encourus ou subis par vous en conséquence de, ou en rapport avec, votre utilisation non autorisée du présent document. **Pays-Bas:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit néerlandais mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Europe SE, Netherlands Branch, une filiale d'une banque allemande dûment autorisée par la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» pour la fourniture de services financiers et surveillée par la «Autoriteit Financiële Markten» (AFM) des Pays-Bas, à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **République tchèque:** UBS n'est pas une banque autorisée dans la République tchèque et, de ce fait, n'est pas autorisée, à fournir des services de placement ou bancaire réglementés dans la République tchèque. Ce document est distribué à des fins de marketing. **Royaume-Uni:** approuvé par UBS AG, habilité et supervisé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, UBS SA est habilitée par l'Autorité de contrôle prudential (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 prudential. Nous fournissons sur demande les détails sur l'étendue de notre réglementation par l'autorité de contrôle prudential. 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. CIO82652744

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



