

Préparation à la hausse des taux



Détails sur la publication

Ce rapport a été préparé par UBS SA, UBS Switzerland AG et UBS Financial Services Inc. (ci-après, ensemble, «UBS»). Veuillez prendre connaissance des informations et avertissements importants à la fin de ce document.

Ce rapport a été publié le 20 août 2015.

Editeur en chef et principal auteur

Kiran Ganesh

Autres auteurs

(par ordre alphabétique)

Nils Beitlich

Constantin Bolz

Karim Cherif

Dirk Effenberger

Thomas Flury

Tobias Hochstrasser

Markus Irngartinger

Brian Rose

Douglas Rothstein

Teresa Sardena

Dominic Schnider

Philipp Schoettler

Giovanni Staunovo

Christopher Swann

Editique

Margrit Oppliger

Gestion de projet

Joscelin Tosoni

Photo de couverture

iStock

Sommaire

03	Editorial
04	Se préparer à la hausse des taux
05	Analyse de scénarios
09	Opinions sur les classes d'actifs
18	Annexe



Mark Haefele
Global Chief Investment Officer
Wealth Management

Chers lecteurs,

Après plusieurs années d'expectative, il semble que les taux d'intérêt américains soient sur le point d'augmenter.

Lorsque j'ai commencé à m'intéresser aux actions, les fluctuations des taux d'intérêt étaient quelque chose de normal. La Réserve fédérale américaine a modifié ses taux d'intérêt 72 fois entre 1990 et 2008! Mais dans notre monde d'après-crise, les banques centrales se sont attachées à maintenir leurs taux à des niveaux proches de zéro. Cela fait maintenant plus de six ans que la Fed n'a pas modifié ses taux, et elle ne les a pas relevés depuis plus de neuf ans.

Manifestement, dans la plus grande partie du monde, les taux d'intérêt resteront proches de zéro dans un futur proche. Ici, en Suisse, nous prévoyons le maintien de taux de dépôt négatifs. La Banque centrale européenne a des taux de dépôt négatifs et elle maintiendra son programme d'assouplissement quantitatif pendant une bonne partie de l'année 2016. La Banque du Japon maintiendra, elle aussi, sa politique monétaire expansionniste.

Cela étant, l'histoire nous enseigne que les évolutions des taux d'intérêt américains ont souvent une influence dans le monde entier. Cela pourrait également être le cas cette fois-ci. Depuis la crise financière, les Etats-Unis se sont distingués par leur croissance et leur stabilité. Les évolutions qui ont le potentiel de changer cette situation sont nécessairement importantes. Il ne faut pas oublier non plus que les Etats-Unis sont la première économie mondiale et le plus gros émetteur d'actifs financiers, à commencer par la monnaie la plus utilisée au monde: le dollar.

En lisant ce rapport, sachez que la hausse des taux d'intérêt ne devrait pas nous alarmer. Elle reflète les progrès réalisés par l'économie américaine, qui ont réduit son chômage tout en évitant la menace de déflation. Nous abordons cette période de hausse des taux d'intérêt en maintenant notre surpondération des actions dans la zone euro et au Japon, et des crédits à haut rendement en Europe et aux Etats-Unis.

Il n'en demeure pas moins que les investisseurs doivent se préparer à faire face à une certaine volatilité. La trajectoire de hausse des taux d'intérêt américains reste incertaine. Et une remontée des taux de la Fed plus brutale que prévu pourrait avoir toute une série d'impacts sur les différentes classes d'actifs et les différents secteurs.

J'espère que le rapport préparé par mon équipe vous aidera à orienter votre portefeuille pendant les quelques mois à venir.

Avec mes salutations les meilleures,

A handwritten signature in black ink that reads "Mark Haefele". The signature is fluid and cursive, written in a professional style.

Se préparer à la hausse des taux

Nous conseillons aux investisseurs de positionner leurs portefeuilles en tenant compte des différents scénarios présentés dans ce rapport.

Dans notre scénario de base, la Fed manifeste une certaine prudence et n'augmente ses taux qu'en parallèle à une croissance raisonnable de l'économie américaine. Cela dit, un positionnement reposant exclusivement sur ce scénario présente le risque de ne pas le voir se concrétiser. Après tout, la Fed comme l'économie ont réservé des surprises dans le passé.

Nous pensons qu'un portefeuille bien diversifié, comprenant une exposition aux actions, aux titres à revenu fixe et aux placements alternatifs, constitue la meilleure approche face aux incertitudes. Dans la plupart des scénarios, nous anticipons une performance satisfaisante des portefeuilles bien diversifiés, une combinaison d'actifs évitant aux investisseurs toute surexposition à un type de risque particulier.

Dans l'univers des **actions**, nos positions sont surpondérées en actions de la zone euro et du Japon. Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, nous prévoyons une surperformance de ces marchés, favorisés par des politiques monétaires encore accommodantes et une progression des bénéfices des entreprises. Cela dit, dans la plupart des scénarios, nous pensons que les actions américaines peuvent encore s'apprécier et qu'elles méritent une place dans la plupart des portefeuilles. La diversification internationale reste un thème important.

La diversité de l'exposition en termes sectoriels sera également essentielle. La performance relative de secteurs tels que la finance et les services aux collectivités, par exemple, pourrait dépendre dans une large mesure des décisions prises par la Fed.

Dans l'univers du **revenu fixe**, nous surpondérons les crédits par rapport aux obligations de haute qualité. Dans notre scénario de base, et dans les scénarios dans lesquels la Fed relève ses taux plus rapidement que prévu, les crédits devraient dégager de relativement bonnes per-

formances. Cela dit, nous pensons que les obligations de haute qualité présentent un intérêt et pourraient minimiser l'impact des baisses dans les scénarios de croissance inférieure aux attentes ou de relèvement des taux d'intérêt à un rythme moins rapide que prévu.

En intégrant les scénarios possibles, nous pensons que les investisseurs devraient sélectionner des **échéances** dans la fourchette de cinq à sept ans. Ce segment de durées pourrait sous-performer si la Fed relève ses taux de manière volontariste, mais nous pensons qu'il représente le meilleur compromis dans la plupart des scénarios, y compris dans notre scénario de base.

Les **placements alternatifs** sont un élément important de chaque portefeuille dans tous les scénarios. Dans un environnement où la dispersion et la volatilité pourraient augmenter, une bonne performance, non corrélée à celle des autres actifs, peut être attendue d'une exposition diversifiée aux hedge funds.

Dans le domaine des **monnaies**, les incertitudes liées à l'évolution du dollar US sont importantes, les prix de marché fluctuant selon les scénarios retenus par la Fed. Nous n'avons fait aucune allocation tactique au dollar US et, de manière générale, nous continuons de penser que les investisseurs doivent couvrir l'exposition au risque de change de leurs actifs, dans la monnaie de leurs engagements financiers ou de leurs dépenses.

Enfin, pour la plupart des portefeuilles, il nous semble que les **matières premières** n'ont aucun rôle à jouer dans les allocations à long terme, et que les investisseurs ont intérêt à éviter les expositions à ce type d'actifs. Alors que nous entrons dans un cycle de taux d'intérêt, l'or en particulier sera sans doute pénalisé, aussi bien dans notre scénario de base que dans les scénarios plus agressifs.

Analyse de scénarios

Les prévisions de hausse des taux d'intérêt de la Fed ont été mises en échec à plusieurs occasions ces dernières années. Après la période récente de bons résultats économiques américains, nous approchons sans doute d'un décollage des taux. Mais des incertitudes demeurent et nous pensons que la bonne approche consiste à analyser différents scénarios.

Nous sommes convaincus que la Fed continuera d'agir en fonction des chiffres de l'économie. Ainsi, si l'inflation déçoit ou si la croissance de l'emploi s'interrompt, la Fed pourrait décider de reporter le calendrier de son premier relèvement de taux, ou ralentir le rythme des hausses. Inversement, si l'inflation augmente plus vite que prévu actuellement, et/ou si l'économie manifeste davantage de résilience face à l'augmentation des taux d'intérêt, la Fed pourrait relever ces derniers à un rythme plus soutenu.

Notre grille de scénarios examine les principaux indicateurs économiques suivis par la Fed selon nous, et analyse l'impact de l'évolution des indi-

cateurs suivants sur la politique de la banque centrale américaine:

- Croissance du PIB réel
- Inflation sous-jacente de la consommation privée (PCE)
- Salaires horaires moyens
- Croissance de l'emploi hors secteur agricole
- Chômage «officiel» (U3)
- Chômage «réel» (U6)
- Indice de l'USD, pondéré en fonction des échanges

Scénario 1

La croissance est régulière et l'inflation augmente à un rythme modéré. La Fed relève ses taux d'intérêt de manière conforme aux attentes du marché, à savoir un relèvement cette année et des taux d'intérêt à 1,0% d'ici fin 2016. Les actions et les crédits devraient surperformer les obligations de haute qualité.

Scénario 2

Une forte croissance amène la Fed à relever ses taux d'intérêt conformément à sa ligne de prévision des taux d'intérêt dite «en pointillé». Ce scénario implique un ou deux relèvements de taux cette année, et des taux d'intérêt à 1,75%, voire davantage, d'ici fin 2016. La volatilité pourrait augmenter, avec là aussi une surperformance probable des actions et des crédits par rapport aux obligations de haute qualité.

Scénario 3

La croissance américaine déçoit, ce qui amène la Fed à différer tout relèvement de ses taux d'intérêt. Pris isolément, des taux d'intérêt plus faibles (et un assouplissement quantitatif éventuel) soutiendraient les actifs financiers, mais une croissance médiocre aux Etats-Unis impliquerait sans doute une dégradation des perspectives bénéficiaires des entreprises cycliques.

Scénario 4

Une recrudescence de l'inflation amène la Fed à relever ses taux d'intérêt pour maîtriser la hausse des prix, même dans l'hypothèse d'une croissance relativement médiocre. Ce scénario est très peu vraisemblable, mais il serait sans doute difficile pour les marchés d'actifs.

Scénario 1 – conforme aux attentes du marché

Dans le scénario 1, la croissance est régulière et l'inflation augmente à un rythme modéré. La Fed relève ses taux d'intérêt de manière conforme aux attentes du marché, à savoir un relèvement cette année et des taux d'intérêt à 1,0% d'ici fin 2016.

Scénario économique

Les statistiques économiques américaines restent solides à court terme, et aucun choc extérieur important n'intervient. Sur les trimestres à venir, la croissance du PIB réel rebondit à 2,5–3,0% et reste dans une fourchette de 2,0–3,0% en 2016. L'inflation sous-jacente de la consommation privée (indice PCE) est contenue cette année grâce à la vigueur de l'USD, la faiblesse des prix de l'énergie et une inflation moins élevée que d'habitude dans le secteur de la santé. Mais elle augmente régulièrement en 2016, dans une fourchette de 1,5–2,0%. Le taux de chômage chute à environ 5%, la croissance de l'emploi hors secteur agricole évoluant entre 175 000 et 250 000 postes par mois.

Trajectoire des taux d'intérêt

Dans le scénario économique ci-dessus, nous pensons que la Fed commencerait à relever ses taux d'intérêt dès cette année, avec un relèvement lors d'une réunion sur deux de son comité de politique monétaire, jusqu'à ce que les taux atteignent 1%. Par la suite, nous pensons que la Fed surveillerait l'impact de ses mesures, en faisant de l'amélioration de l'environnement économique une condition nécessaire à la poursuite de la hausse des taux.

Impact par classes d'actifs

Ce scénario, par définition, ne surprendrait pas le marché. La volatilité resterait sans doute modérée, et nous pensons que les actions continueront d'afficher de bonnes performances en termes absolus comme en termes relatifs par rapport aux obligations. Une croissance raison-

nable assurerait la poursuite de la progression des bénéfices des entreprises, et une politique monétaire toujours accommodante garantirait le maintien de PER solides. Les actions de la zone euro et du Japon continueraient sans doute de surperformer, vu les politiques monétaires accommodantes et la croissance des bénéfices dans ces régions.

Coté revenu fixe, les crédits devraient surperformer les obligations de haute qualité, une croissance raisonnable permettant aux écarts de crédit de se contracter légèrement ; les investisseurs bénéficieraient donc des rendements plus élevés offerts par les crédits. Nous tablons sur une surperformance de nos positions tactiques en crédits américains et européens à haut rendement, surpondérées par rapport aux obligations de haute qualité.

Une échéance moyenne de cinq à sept ans serait à préférer dans les portefeuilles obligataires: nous pensons que dans un environnement de hausse régulière des taux d'intérêt, le coupon plus élevé, le roll-down et les avantages de diversification des obligations à échéances cinq-sept ans devraient plus que compenser les pertes en capital liées à la hausse des rendements.

Les placements alternatifs auront l'opportunité de bien se comporter. La hausse des taux d'intérêt va accroître la dispersion entre classes d'actifs et au sein de chaque classe, renforçant ainsi les opportunités offertes aux gestionnaires actifs.

Dans le domaine des changes, le dollar US devrait bénéficier d'une marge d'appréciation face aux monnaies à plus faibles taux d'intérêt, telles que l'euro et le yen. Cela étant, comme le dollar est déjà surévalué, une augmentation régulière des taux d'intérêt ne serait sans doute pas suffisante pour susciter une forte appréciation de cette monnaie.

Coté matières premières, les métaux précieux devraient être la classe d'actifs la plus vulnérable à la hausse des taux d'intérêt.

Scénario 2 – une croissance accélérée suscite un durcissement de la politique de la Fed

Dans le scénario 2, une forte croissance amène la Fed à relever ses taux d'intérêt conformément à sa ligne de prévision des taux dite «en pointillé». Ce scénario implique un ou deux relèvements de taux cette année, et des taux d'intérêt à 1,75%, voire davantage, d'ici fin 2016.

Scénario économique

Pour relever ses taux d'intérêt plus rapidement que le marché ne le prévoit actuellement, la Fed devrait constater la combinaison de plusieurs facteurs:

- accélération de la croissance du PIB réel américain en glissement trimestriel, aux environs de 3,5% en base annualisée;
- inflation proche de la cible de 2% de la Fed, voire supérieure;
- hausse des salaires horaires moyens à 3% en glissement annuel, contre 2% aujourd'hui;
- taux de chômage passant sous les 5%;
- croissance des emplois hors secteur agricole à 250 000 postes par mois en moyenne;
- affaiblissement notable du dollar US.

Des statistiques de cette nature seraient certainement le signe d'une expansion durable, et la Fed pourrait estimer que le contexte économique justifie des taux d'intérêt plus élevés.

Trajectoire des taux d'intérêt

Nous pensons que la Fed relèverait ses taux de manière plus volontariste que le consensus ne le prévoit actuellement si les éléments indiqués ci-dessus se combinent en créant un scénario économique particulièrement dynamique. Ce scénario suggère un ou deux relèvements des taux d'intérêt cette année, et des taux à 1,75%, voire davantage, d'ici fin 2016.

Impact par classes d'actifs

Les marchés seraient surpris par un scénario de cette nature: sur la base du marché actuel des futures sur les fonds fédéraux, la probabilité de voir les taux à 1,75% d'ici fin 2016 n'est que de 12%. Une augmentation de la volatilité serait à prévoir.

Cela dit, un relèvement des taux de la Fed justifié par une forte croissance aux Etats-Unis ne serait pas forcément défavorable. Dans un tel scénario, nous prévoyons toujours une surperformance des actions par rapport aux obligations, sachant toutefois que les actions américaines seraient désavantagées par la hausse des taux d'intérêt et par une hausse vraisemblable du dollar. Les actions de la zone euro et du Japon bénéficieraient d'un meilleur soutien, vu les politiques monétaires accommodantes de ces deux régions. Les actions des marchés émergents pourraient souffrir: des taux d'intérêt américains plus élevés impliquent un durcissement des conditions financières dans les économies financées en dollar, alors même qu'aucune accélération de la croissance locale n'est garantie.

Coté revenu fixe, les crédits devraient surperformer les obligations de haute qualité dans ce scénario également, une croissance rapide se traduisant par une contraction des écarts de crédit. Aux Etats-Unis, les obligations à plus longue durée devraient sous-performer, les rendements étant appelés à augmenter plus nettement dans ce scénario. Cela dit, une échéance moyenne dans le segment de cinq à sept ans serait à nouveau justifiée au niveau mondial, vu les avantages de diversification du segment et le fait que la zone euro conserverait très vraisemblablement une politique monétaire accommodante.

Une volatilité et une dispersion accrues entre classes d'actifs et au sein de chaque classe devraient créer des opportunités pour les hedge funds et les autres gestionnaires de placements alternatifs.

Dans le domaine des monnaies, l'EURUSD pourrait chuter à 1,00 – voire en dessous – si la Fed relève ses taux de manière volontariste et fait fi de la forte surévaluation du dollar.

Dans le domaine des matières premières, nous devrions tabler sur une forte baisse des prix des métaux précieux, avec un cours de l'or inférieur provisoirement à 1000 USD l'once. L'impact sur les autres secteurs des matières premières dépendra davantage d'autres facteurs au niveau mondial, par exemple les perspectives économiques en Asie ou les conditions climatiques.

Scénario 3 – une croissance ralentie suscite un assouplissement de la politique de la Fed

Dans le scénario 3, la croissance américaine déçoit, ce qui amène la Fed à différer tout relèvement de ses taux d'intérêt. Pris isolément, des taux d'intérêt plus faibles (et un assouplissement quantitatif éventuel) devraient soutenir les actifs financiers, mais une croissance médiocre aux Etats-Unis impliquerait sans doute une dégradation des perspectives bénéficiaires des entreprises cycliques.

Scénario économique

La croissance américaine ralentit. Le chômage augmente et la croissance des emplois diminue à moins de 175 000 postes par mois en moyenne. La croissance du PIB passe en dessous de 2% pendant la dernière partie de l'année 2015 et en 2016. L'inflation et la croissance des salaires restent faibles du fait de perspectives économiques médiocres.

Trajectoire des taux d'intérêt

Dans le scénario ci-dessus, un relèvement des taux d'intérêt de la Fed ne paraît guère plausible. La Fed maintiendrait ses taux à de faibles niveaux et pourrait même envisager une nouvelle phase d'assouplissement quantitatif, selon la gravité du ralentissement.

Impact par classes d'actifs

Les actions pourraient bénéficier d'un soutien initial, le marché commençant à intégrer l'absence de relèvement possible des taux. Le ralentissement de la croissance des bénéfices, corollaire inévitable du ralentissement de l'économie, finirait toutefois par pénaliser les entreprises

cycliques, notamment aux Etats-Unis. Les actions de la zone euro et du Japon pourraient continuer de surperformer, cette éventualité dépendant de l'ampleur de l'impact mondial de tout ralentissement de l'économie américaine.

Une croissance décevante pèserait sur la qualité du crédit. Les écarts de crédit des obligations à haut rendement pourraient se creuser, sachant que l'impact de ce creusement sur le rendement total serait sans doute compensé en partie par la baisse des taux de référence et l'anticipation d'un assouplissement futur de la politique monétaire de la Fed. Les obligations de qualité investment grade afficheraient sans doute de bonnes performances, les investisseurs continuant leur quête de rendements relativement sûrs. Les obligations de haute qualité afficheraient les meilleures performances, en prévision d'un maintien prolongé de faibles taux d'intérêt, mais aussi parce qu'une croissance réduite encourage les investisseurs à chercher des placements refuge.

Dans le domaine des monnaies, le dollar US faiblirait sensiblement dans ce scénario. L'EURUSD pourrait remonter vers 1,25 si l'économie de la zone euro poursuit son redressement en parallèle à un ralentissement de l'économie américaine.

Côté matières premières, les métaux précieux devraient bien se comporter, les investisseurs financiers dénouant leurs positions vendeuses. Un prix de l'or de 1250 USD l'once serait envisageable. L'impact sur les autres secteurs des matières premières serait mitigé, la baisse de la demande américaine et la baisse du dollar US pouvant se compenser.

Scénario 4 – une recrudescence de l’inflation suscite un durcissement de la politique de la Fed

Dans le scénario 4, une recrudescence de l’inflation amène la Fed à relever ses taux d’intérêt pour maîtriser la hausse des prix, même dans l’hypothèse d’une croissance relativement médiocre. Ce scénario est très peu vraisemblable, mais il impliquerait des taux d’intérêt de l’ordre de 1,5–2,0% d’ici fin 2016.

Scénario économique

Dans ce scénario, la croissance du PIB et celle de l’emploi sont relativement modérées, mais l’inflation sous-jacente semble aller très au-delà de la cible de 2% fixée par la Fed. La banque centrale américaine décide donc de relever ses taux de manière très volontariste. Ce scénario est très improbable. À elles seules, des hausses des prix des matières premières ne seraient pas suffisantes pour convaincre la Fed de relever ses taux d’intérêt ; la banque centrale attendrait une hausse durable des salaires, qui semble peu vraisemblable en l’absence d’une forte croissance du PIB.

Trajectoire des taux d’intérêt

La Fed pourrait augmenter ses taux d’intérêt régulièrement en 2016 si elle redoute une recrudescence de l’inflation ; les taux pourraient alors atteindre 1,5 à 2,0% fin 2016.

Impact par classes d’actifs

Ce scénario est le plus défavorable pour les différentes classes d’actifs. Une décision de la Fed de relever ses taux par crainte de l’inflation serait un revirement complet de sa politique de croissance des dernières années et provoquerait certainement une chute brutale des actions comme des obligations. Les placements de trésorerie seraient le meilleur refuge pour les investisseurs, dont le pouvoir d’achat pourrait néanmoins être érodé par l’inflation. Une fois encore, ce scénario est très improbable, mais nous l’intégrons ici par souci d’exhaustivité.

Opinions sur les classes d'actifs

Duration

Nous recommandons aux investisseurs de cibler une échéance moyenne d'environ cinq à sept ans pour leurs placements obligataires, dans le cadre d'un portefeuille bien diversifié. Les obligations à échéances moyennes à longues pourraient subir des moins-values en parallèle à la hausse des taux d'intérêt, mais ce risque nous semble plus que compensé par des coupons plus élevés, un roll-down plus marqué et, plus important encore, les avantages de diversification du portefeuille.

Contexte

Les prix des obligations et les rendements évoluent en sens inverse (les prix des obligations diminuent lorsque les rendements augmentent) et les obligations à échéances longues sont plus sensibles aux évolutions des rendements. A titre d'illustration, une augmentation de 1% du rendement d'une obligation à deux ans entraîne une baisse de son prix d'environ 2%. Une augmentation de 1% du rendement d'une obligation à dix ans entraîne une baisse de son prix d'environ 10%.

Les investisseurs inquiets à la perspective d'une hausse des taux d'intérêt et des rendements préfèrent donc souvent les obligations à échéances courtes.

Point de vue du CIO – Que faire lorsque les taux d'intérêt augmentent?

Dans le cadre d'un portefeuille bien diversifié, nous recommandons aux investisseurs de cibler une duration moyenne de cinq à sept ans pour leurs placements obligataires, même dans notre scénario de base intégrant un environnement de hausse des taux d'intérêt. Cette approche peut sembler paradoxale, les obligations à échéances longues étant davantage sensibles aux évolutions des rendements que les obligations à

échéances courtes. Cependant, il est important pour les investisseurs de tenir compte des points suivants:

- 1) Les rendements des obligations à échéances longues sont moins sensibles à la hausse des taux des banques centrales que ceux des obligations à échéances courtes.

En théorie, les rendements des obligations les plus sûres devraient refléter la moyenne des taux d'intérêt prévus sur la durée de vie de l'obligation (les obligations à échéances longues versent souvent un complément de rendement sous forme de prime mais nous ne nous en préoccupons pas pour l'instant dans notre exemple).

Les rendements des obligations à échéances courtes sont donc particulièrement sensibles aux changements à court terme des politiques des banques centrales. Dans le cas d'une obligation à deux ans, le taux d'intérêt moyen sur la période peut être fortement influencé par la décision de la banque centrale de relever ou de ne pas relever ses

taux, quel que soit le mois concerné. En revanche, les rendements des obligations à échéances longues sont moins sensibles aux changements de politique. Pour prendre l'exemple d'une obligation à dix ans, les prévisions relatives au prochain cycle de taux d'intérêt sont théoriquement aussi importantes que dans le cas présent. Ainsi, si les prix des obligations à échéances longues sont très sensibles aux évolutions de leur rendement, leur rendement lui-même est moins sensible aux évolutions des taux d'intérêt de la banque centrale.

Dans le cycle dont nous parlons ici, nous pensons que les rendements des obligations à échéances courtes augmenteront davantage que les rendements des obligations à échéances plus longues. Les taux d'intérêt à long terme ont suivi une tendance structurellement baissière ces trente dernières années, grâce à un excédent d'épargne mondiale par rapport aux investissements. Nous ne voyons aucun signe d'évolution à cet égard ; et comme les emprunteurs du secteur public restent très endettés, il est peu probable que le marché commence à intégrer dans ses prix des taux d'intérêt en forte hausse à l'avenir. La Fed elle-même prévoit un plafonnement des taux d'intérêt à 3,75% pendant ce cycle.

2) Les rendements des obligations à échéances longues sont supérieurs aux rendements des obligations à échéances courtes.

Nous ne devons pas négliger cela. Les investisseurs perçoivent une rémunération suffisante pour accepter la volatilité plus élevée des obligations à échéances longues. L'écart entre les rendements proposés par les bons du Trésor américain à deux ans et ceux à dix ans est actuellement de 0,85%. Cette différence est relativement élevée par rapport à la moyenne de 0,6% constatée à long terme.

3) Les obligations à échéances longues peuvent faire davantage pour isoler les portefeuilles contre les crises que les obligations à échéances courtes.

Comme toujours, nous recommandons aux investisseurs d'évaluer toute décision dans le contexte d'un portefeuille global. Gardant cet aspect à l'esprit, il est important de se rappeler que les obligations plus sûres à échéances longues peuvent aider à réduire la volatilité d'un portefeuille global, même si les perspectives de rendement sont médiocres. Les obligations à échéances courtes offrent également ce type de protection, mais de manière nettement moins prononcée. Les investisseurs doivent donc être conscients qu'en cherchant à protéger la composante obligataire de leurs portefeuilles contre une augmentation de la volatilité, ils peuvent les exposer à une volatilité globalement plus élevée.

Prêts

Les questions de durée sont également importantes dans le contexte des prêts souscrits par les investisseurs. Lorsque les taux d'intérêt des banques centrales commenceront à augmenter, les taux de référence des prêts à taux flottants augmenteront sans doute également. D'un point de vue strictement financier, nous pensons que les marchés à terme des taux d'intérêt reflètent déjà correctement la trajectoire probable de hausse des taux. Nous pensons donc que sur des périodes courtes, il ne devrait pas y avoir de différence financière significative entre un endettement à taux fixe et un endettement à taux flottant. Cela dit, les prêts à taux fixe offrent aux emprunteurs une meilleure assurance en termes de montants à rembourser, à un moment où la trajectoire exacte des taux d'intérêt à court terme est incertaine.

Obligations de haute qualité

Parmi les segments du revenu fixe, nous pensons que les obligations de haute qualité devraient se révéler particulièrement vulnérables en cas de hausse des taux d'intérêt. Nous sous-pondérons les obligations de haute qualité dans notre allocation tactique des actifs.

Contexte

Favorisées par le très faible niveau des taux d'intérêt des banques centrales et par des politiques d'assouplissement quantitatif sur les marchés développés, les obligations de haute qualité se sont bien comportées depuis la crise financière. Cela dit, la hausse généralisée a été interrompue par deux décrochages, le premier mi-2013, lorsque les investisseurs ont redouté une élimination éventuelle du programme d'assouplissement quantitatif américain, et plus récemment au début de cette année.

Point de vue du CIO – Que faire lorsque les taux d'intérêt augmentent ?

Parmi les classes d'actifs cotées, les obligations de haute qualité sont celles qui reflètent le mieux les anticipations de taux d'intérêt. Nous considérons donc qu'elles devraient être les plus vulnérables à une hausse des taux. Nous prévoyons une augmentation des rendements, sans pour autant

prévoir une baisse des obligations de l'ampleur de celle constatée mi-2013 ou début 2015.

La hausse des taux américains affectera plus directement les obligations de haute qualité libellées en dollar US. Nous prévoyons néanmoins une augmentation des rendements des obligations de haute qualité libellées en euro ou en livre sterling, en parallèle à la hausse des rendements des obligations en dollar US.

A titre d'exemple, nous observons que la corrélation entre les obligations à cinq ans de la zone euro et les obligations américaines équivalentes a été de 0,6 sur les 20 dernières années. Même dans notre «monde divergent», les évolutions des taux d'intérêt de la Fed devraient avoir un impact mondial.

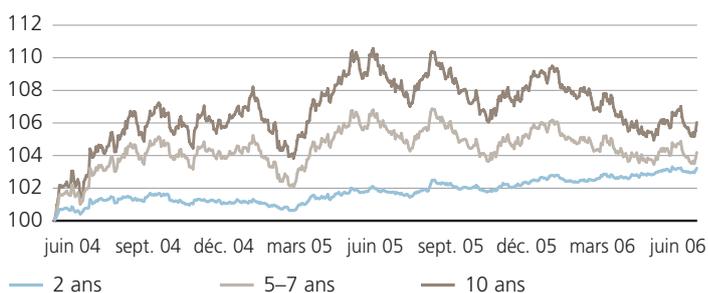
Dans ces conditions, à l'aube d'un environnement de hausse des taux, nous sous-pondérons les obligations de haute qualité dans notre allocation tactique des actifs. Cela étant, les emprunts d'Etat continuent de jouer un rôle important dans les portefeuilles diversifiés. Comme indiqué dans la section consacrée aux durations, une allocation à des obligations plus sûres peut permettre de réduire la volatilité des portefeuilles globaux.

Que nous enseigne l'histoire?

Les données empiriques du cycle de taux d'intérêt de 2004–2006 montrent que les emprunts d'Etat peuvent continuer de générer des rendements positifs dans un environnement de hausse des taux, et que les performances des obligations à durée plus courte ne sont pas nécessairement meilleures. De fait, c'est le segment des bons à 10 ans du Trésor américain qui s'est le mieux comporté entre 2004 et 2006: en dépit d'une hausse des taux d'intérêt à court terme, les anticipations d'une baisse future des taux ont permis aux obligations à échéances longues de générer de solides performances. Alan Greenspan, alors président de la Fed, avait qualifié ce phénomène de paradoxal.

«Le paradoxe obligataire» – les obligations à échéances longues ont surperformé lors du précédent cycle de hausse des taux

Indices de perform. globale, base 100 le 28 juin 2004 (date de hausse des taux)



Sources : ThomsonReuters, UBS, août 2015

Crédits

Nous pensons que les segments des crédits à rendements plus élevés, à savoir les obligations à haut rendement américaines et européennes, afficheront de bonnes performances dans un environnement de hausse des taux d'intérêt. Nous surpondérons ces deux segments dans notre allocation tactique des actifs.

Contexte

Une période prolongée de faibles taux d'intérêt, accompagnée d'une croissance économique modérée, a incité de nombreux investisseurs à rechercher des investissements à rendements élevés. Les crédits, des crédits de qualité investment grade, plus sûrs, aux crédits à haut rendement et des marchés émergents, plus risqués, ont bénéficié de flux d'investissement importants. Cela a réduit le coût du crédit payé par les entreprises, et a permis à bon nombre d'entre elles de refinancer leurs dettes à des taux faibles et sur de longues échéances. Les rendements sont proches de leurs plus bas niveaux historiques – les crédits de qualité investment grade offrent aujourd'hui un rendement de 1,3% en Europe et de 3,4% aux Etats-Unis. Les obligations à haut rendement offrent un rendement de 4,9% en Europe et de 7,4% aux Etats-Unis. Les crédits pourraient donc souffrir dans un environnement de hausse des taux.

Point de vue du CIO – Que faire lorsque les taux d'intérêt augmentent ?

Deux facteurs influencent les crédits lorsque les taux augmentent. D'une part, les rendements obligataires sous-jacents devraient augmenter en parallèle aux taux d'intérêt. D'autre part, les écarts de crédit devraient se contracter, l'amélioration des perspectives économiques se traduisant par une perception plus favorable de la qualité de crédit.

Globalement, nous pensons que les investisseurs ont intérêt à surpondérer les crédits par rapport aux obligations de haute qualité. Nous pensons que les écarts de crédit peuvent encore se contracter, car ils sont très supérieurs à leurs faibles niveaux historiques alors que le cycle du crédit est en milieu/fin de cycle aux Etats-Unis et en début/milieu de cycle dans la zone euro, les crédits européens reposant donc sur des bases plus solides.

Nous prévoyons une contraction des écarts de crédit américains de 600 points de base aujourd'hui à 450 pb dans six mois. Le rendement de 7,4% de la classe d'actifs devrait contribuer à la protéger contre les effets d'une hausse des rendements de référence. De même, nous surpondérons les titres européens à haut rendement, dont les écarts de crédit devraient se contracter de 440 pb à 375 pb. Les rendements absolus sont de 4,9%.

En dehors des marchés développés, nous considérons également les obligations asiatiques à haut rendement comme une classe d'actifs relativement attrayante. Leurs faibles durations et leurs coupons élevés suggèrent de bonnes performances, même si la Fed relève ses taux d'intérêt.

Que nous enseigne l'histoire?

Nous n'avons d'informations détaillées sur les écarts de crédit des obligations à haut rendement qu'à partir du début des années 90. Nous ne pouvons donc tirer les enseignements que de deux cycles de hausse des taux. Pendant le cycle 1999–2000, nous constatons un creusement significatif des écarts de crédit en raison des inquiétudes suscitées par l'éclatement de la bulle internet. En revanche, pendant le cycle 2004–2006, les écarts de crédit se sont contractés, et les crédits se sont bien comportés sur fond d'amélioration de l'économie. Nous pensons que le cycle qui s'amorce ressemblera à celui de 2004–2006, les écarts de crédit se contractant grâce à la progression de l'économie sous-jacente.

Actions

Nous pensons que les actions peuvent afficher de bonnes performances dans un contexte de hausse progressive des taux d'intérêt américains. Nous les avons surpondérées par rapport aux obligations de haute qualité. En termes régionaux, nous préférons les actions de la zone euro et du Japon aux actions des marchés émergents ou du Royaume-Uni. En termes sectoriels, le secteur financier américain nous semble à même de bénéficier de l'évolution de l'environnement. Les actions défensives, telles que celles liées à la consommation de base ou aux services aux collectivités, pourraient être pénalisées aux Etats-Unis. En termes de styles, nous notons que le style «value» a généralement surperformé le style «croissance» pendant les périodes de hausse des taux d'intérêt.

Contexte

La période de faibles taux d'intérêt a été très favorable aux marchés actions. Le faible niveau des taux a dopé l'économie mondiale et aidé les entreprises à développer leurs chiffres d'affaires. Les entreprises ont pu financer leurs investissements de manière économique. Les taux bon marché les ont également aidés à réduire les intérêts à verser sur leurs prêts et à augmenter leurs bénéfices. Enfin, les faibles rendements proposés par les classes d'actifs les plus sûres, telles que les liquidités et les obligations, ont incité de nombreux investisseurs à rechercher des rendements plus élevés parmi les actions, ce qui a fait grimper leurs cours.

Les évaluations des actions sont aujourd'hui supérieures aux moyennes à long terme, sans pour autant être exagérées. Aux Etats-Unis, le PER sur bénéfices réalisés sur douze mois est actuellement de 18,5x, soit un niveau supérieur à la moyenne de 15,7x sur dix ans, mais inférieur aux évaluations de la bulle Internet (environ 30,0x). La situation est comparable sur de nombreux marchés développés. Les marchés émergents sont moins chers, mais ils ont sous-performé ces dernières années. Une hausse des taux d'intérêt américains pourrait pénaliser les économies des marchés émergents à ratio endettement extérieur/PIB élevé.

Point de vue du CIO – Que faire lorsque les taux d'intérêt augmentent?

Perspective globale

Nous pensons que les actions peuvent afficher de bonnes performances dans un contexte de hausse modérée des taux d'intérêt. L'accélération de la croissance devrait plus que compenser

la hausse des taux. La zone euro et le Japon maintiennent leurs politiques expansionnistes. Enfin, il faudra du temps pour que la hausse des coûts d'emprunt affecte de manière significative les bénéfices des entreprises. De nombreuses sociétés ont profité du faible niveau des taux d'intérêt pour s'assurer des taux de remboursement modérés pendant plusieurs années.

Allocation régionale

Nous avons une opinion positive des actions de la zone euro et du Japon. Les taux d'intérêt pourraient augmenter aux Etats-Unis, mais la zone euro et le Japon devraient conserver de très faibles taux d'intérêt et maintenir des politiques d'assouplissement quantitatif. Les actions devraient bénéficier de la poursuite d'une forte croissance des bénéfices, de faibles coûts d'emprunt et d'une hausse de la croissance d'origine étrangère, leurs économies étant axées sur les exportations. Pour les douze prochains mois, nous prévoyons une croissance des bénéfices de 12–14% au Japon et de 13–15% dans la zone euro.

Notre position est neutre sur les actions américaines. Les multiples des actions étant relativement élevés aujourd'hui, alors que nous approchons d'une période de hausse des taux d'intérêt, les marchés actions auront besoin d'une forte croissance des bénéfices pour progresser encore de manière significative. Dans un contexte de dollar fort et de baisse des prix de l'énergie, la dynamique des résultats est décevante actuellement. Nous pensons toutefois que les bénéfices devraient rebondir en 2016, les effets de base commençant à diminuer, dans la mesure où l'économie américaine continue de manifester du dynamisme.

Nous sommes prudents à l'égard des marchés émergents. Il leur faudra obtenir 1000 milliards de dollars US d'entrées de capitaux (selon l'IFF) pour financer leurs déficits budgétaires et commerciaux. Y réussir pourrait être difficile dans un environnement de hausse des taux d'intérêt américains et de ralentissement général de la croissance des marchés émergents. En outre, collectivement, les marchés émergents ont emprunté 5700 milliards de dollars US. Le service de cette dette pourrait s'avérer plus difficile si le dollar US s'apprécie du fait d'une hausse des taux d'intérêt américains.

Nous pensons que les actions asiatiques résisteront mieux à une hausse des taux d'intérêt américains que les actions d'autres marchés émergents, les balances commerciales des pays de la région étant plus solides et leurs réserves de change substantielles. Parmi les pays asiatiques, nous surpondérons Taiwan, qui bénéficie du dynamisme économique des Etats-Unis, et le marché relativement défensif de Singapour. Nous maintenons également une surpondération en Inde, malgré une performance médiocre pendant la période de hausse des rendements obligataires en 2013. La performance devrait être meilleure cette fois-ci, grâce aux réformes du secteur public, à la baisse des prix du pétrole et à l'augmentation des bénéfices des entreprises sur le marché intérieur.

En Suisse, nous notons que les primes par rapport aux valeurs d'actif net des fonds immobiliers suisses cotés sont désormais supérieures à 30%, contre une moyenne historique de 15-20%. Nous pensons que la performance des véhicules immobiliers suisses cotés présente une corrélation négative avec les taux d'intérêt suisses à long terme. Les rendements des obligations suisses pourraient augmenter parallèlement aux taux d'intérêt américains, particulièrement si la hausse des rendements aux Etats-Unis incite les investisseurs à abandonner les obligations suisses au profit d'autres investissements.

Secteurs et styles

Au niveau mondial, nous pensons que les actions de substance («value») devraient surperformer les actions de croissance. Les investisseurs actualisent les cash-flows futurs de manière plus agressive dans un environnement de hausse des taux d'intérêt, ce qui pénalise les actions de croissance. Les actions de substance ont tendance à surperformer.

En termes sectoriels, les services aux collectivités et la consommation de base sont des sources de vulnérabilité potentielle. Les services aux collectivités et la consommation de base pourraient être

particulièrement vulnérables aux Etats-Unis, vu leurs évaluations relativement généreuses. Nous surpondérons le secteur de la finance au niveau mondial. Les entreprises du secteur de la finance peuvent générer des marges plus élevées dans un environnement de hausse des taux d'intérêt.

Que nous enseigne l'histoire?

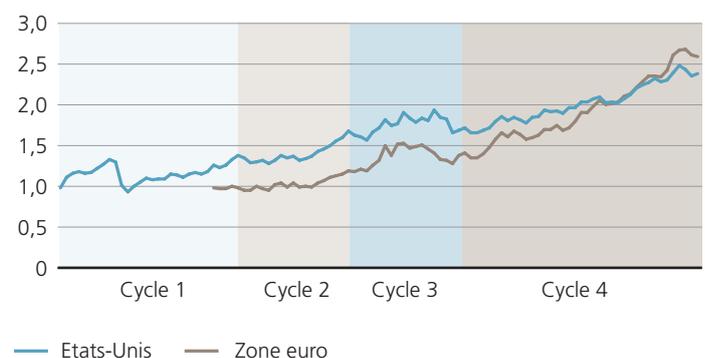
Les actions ont généré des performances variables lors des quatre cycles les plus récents de hausse des taux d'intérêt américains. Il n'y a aucune différence statistique notable en termes de performance des actions pendant les périodes de hausse des taux d'intérêt par rapport à d'autres périodes.

Par régions, ce sont les marchés émergents qui ont généré la meilleure performance moyenne sur les quatre cycles les plus récents de relèvement des taux. Mais cette performance est très concentrée sur les périodes 1986–1989 et 2004–2007. Nous ne pensons pas que cela va se répéter. En effet, en 1994–1995 et en 1999–2001, les marchés émergents ont sous-performé les autres régions.

En termes de style, les actions de substance ont eu tendance à mieux se comporter que les actions de croissance, surperformant pendant trois des quatre périodes de hausse des taux d'intérêt. Ce résultat est conforme à la théorie financière selon laquelle les investisseurs doivent imposer une baisse des PER des actions de croissance lorsque les taux d'intérêt augmentent. Cela dit, les preuves empiriques sont fragiles.

La performance des marchés actions a été positive pendant les cycles de hausse des taux

Décembre 1986 à juin 1989, février 1994 à juillet 1995, juin 1999 à janvier 2001, juin 2004 à septembre 2007



Etats-Unis : Russell 3000; zone euro : Euro Stoxx 50 (les statistiques débutent en janvier 1989).

Source: Bloomberg

Placements alternatifs

Un environnement de hausse des taux d'intérêt devrait offrir des opportunités aux gestionnaires de stratégies long-short sur actions et de stratégies événementielles («event-driven»). Les placements alternatifs constituent une source importante de rendements non corrélés et de diversification de portefeuille.

Contexte

Globalement, les hedge funds ont affiché de bonnes performances dans l'environnement de faibles taux d'intérêt. L'indice HFRI Fund Weighted Composite a généré un rendement de 6,8% par an depuis début 2009. Cela dit, les hedge funds ont sous-performé les autres grandes classes d'actifs qui ont bénéficié plus directement du faible niveau des taux d'intérêt. A l'approche d'un environnement de hausse des taux, le dynamisme de la performance des actions et des obligations a perdu de sa régularité. Dans ce contexte, les hedge funds ont continué d'afficher de bons résultats, désormais également en termes relatifs.

Point de vue du CIO – Que faire lorsque les taux d'intérêt augmentent?

Nous pensons que les hedge funds vont continuer de générer de bonnes performances absolues. La hausse des taux d'intérêt va accroître la dispersion entre classes d'actifs et au sein de chaque classe, renforçant ainsi les opportunités offertes aux gestionnaires actifs.

Dans le domaine des actions, par exemple, nous tablons sur une surperformance des secteurs «value» par rapport aux secteurs fortement endettés. De même, dans l'univers du revenu fixe, nous pensons que les crédits à risque élevé vont surperformer les obligations de haute qualité. Les divergences de cette nature renforcent les opportunités potentielles des gestionnaires de stratégies long-short sur actions comme sur obligations.

Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt pourrait mettre les dirigeants d'entreprises sous pression d'accroître leurs bénéfices avant la hausse des coûts d'emprunt. Cela pourrait stimuler les fusions-acquisitions et autres activités capitalistiques entre entreprises, dont les gestionnaires event-driven peuvent tirer parti.

Naturellement, une dispersion plus importante s'accompagne également d'un risque de pertes plus élevées pour les gestionnaires de stratégies long-short et event-driven qui font de mauvais choix. Dès lors, les investisseurs doivent toujours utiliser une approche diversifiée s'agissant des hedge funds. Mais globalement, nous pensons que les gestionnaires long-short et event-driven peuvent dégager de bons résultats.

Nous sommes plus prudents à l'égard des gestionnaires de stratégies systématiques de trading, qui ont tendance à sous-performer lorsque les marchés arrivent à un tournant, comme c'est le cas lors d'un relèvement des taux. L'ampleur de toute sous-performance éventuelle dépendra de l'horizon d'investissement des gestionnaires: ceux axés sur le court à moyen terme devraient mieux résister que leurs collègues axés sur le long terme.

Que nous enseigne l'histoire?

Les hedge funds ont nettement surperformé les autres catégories d'actifs sur les trois dernières périodes de hausse des taux d'intérêt. L'indice HFRI Fund Weighted Composite Index a généré un rendement total annualisé de 11,4%, contre 7,6% pour l'indice d'actions S&P 500 et 2,8% pour l'indice obligataire JPM Global Aggregate Bond Index.

La performance des gestionnaires de stratégies long-short sur actions est corrélée à la dispersion de la performance des actions individuelles, à savoir l'existence (ou non) d'un important écart de performance entre les actions qui se sont le mieux comportées et celles qui ont affiché les moins bonnes performances.

Matières premières

Les métaux précieux pourraient être la classe d'actifs la plus affectée par une hausse des taux d'intérêt. L'impact est moins évident pour les autres matières premières. Globalement, nous continuons de penser que la plupart des investisseurs ont intérêt à éviter toute exposition aux matières premières dans leurs allocations d'investissement à long terme.

Contexte

Favorisées par la reprise de l'économie mondiale après la crise financière, les matières premières ont affiché de très bonnes performances dans la période initiale de faibles taux d'intérêt, à partir de 2009. Le faible niveau des taux d'intérêt s'est révélé particulièrement porteur pour les métaux précieux, que de nombreux investisseurs ont privilégié afin de se couvrir contre l'inflation ou contre le risque d'une nouvelle crise financière.

Plus récemment toutefois, les matières premières ont suivi une tendance baissière, et cela bien que les taux d'intérêt soient toujours à de faibles niveaux. Les craintes d'effondrement du système financier se sont dissipées et l'inflation ne s'est jamais matérialisée. Par ailleurs, la croissance ralentit en Chine et les matières premières perdent de leur importance relative dans l'économie chinoise. Enfin, la décision prise par l'OPEP, fin 2014, de maintenir des niveaux de production élevés s'est traduite par une baisse de près de 50% des prix du pétrole.

Point de vue du CIO – Que faire lorsque les taux d'intérêt augmentent ?

Parmi les matières premières, les métaux précieux devraient être la classe d'actifs la plus vulnérable à une hausse des taux d'intérêt. Nous pensons que l'or et l'argent pourraient chuter de 5 à 10% d'ici six à douze mois, en fonction de la trajectoire de hausse des taux de la Fed. Les taux d'intérêt réels, qui représentent la différence entre les taux des fonds fédéraux et l'inflation et sont considérés comme le coût d'opportunité des investissements dans l'or, pourraient devenir progressivement moins négatifs en fonction des relèvements de taux de la Fed. La classe d'actifs pourrait donc être confrontée à des flux sortants.

Les autres secteurs des matières premières – énergie, métaux de base, denrées agricoles – devraient être moins affectés par une hausse des taux d'intérêt. D'une part, des taux d'intérêt plus élevés pourraient se traduire par un report ou une annulation de projets d'investissement, réduisant l'offre provenant de nouvelles sources de production. Et une hausse des taux d'intérêt augmente les rendements que les investisseurs sur les marchés à terme des matières premières

Que nous enseigne l'histoire?

En moyenne, les matières premières ont affiché de meilleures performances que d'habitude pendant les périodes de hausse des taux d'intérêt. Cela peut être dû aux rendements plus élevés que les investisseurs sur les marchés à terme peuvent obtenir de leurs dépôts sur marges lorsque les taux d'intérêt sont plus élevés. En outre, les hausses de taux d'intérêt coïncident habituellement avec un renforcement de l'économie mondiale, qui s'accompagne souvent d'une hausse de la demande de matières premières.

Cela dit, il faut faire preuve de prudence lorsqu'on tire les enseignements de périodes spécifiques. Le cycle de hausse des taux de 1999–2001 s'est accompagné d'une forte augmentation des prix du pétrole, avec la fin de l'excédent constaté sur le marché mondial en 1998. Et le cycle de hausse des taux de 2004–2007 s'est accompagné d'une augmentation structurelle de la demande de matières premières industrielles sur les marchés émergents, phénomène qui ne devrait pas se répéter cette fois-ci. En outre, l'impact futur des ETF sur le prix de l'or est incertain, car cette classe d'actifs n'existait pour ainsi dire pas lors du relèvement le plus récent des taux de la Fed, en 2004.

peuvent obtenir de leurs soldes en liquidités. Inversement, une hausse du dollar constituerait un obstacle à court terme. Et l'affaiblissement potentiel des monnaies des grands pays producteurs, tels que l'Afrique du Sud (métaux précieux), le Chili, le Pérou et l'Indonésie (cuivre), l'Australie (minerai de fer) et le Brésil et la Russie (céréales), pourrait entraîner une baisse des coûts de production marginaux en USD. En termes fondamentaux, une baisse des coûts de production marginaux impliquerait une augmentation de l'offre ou une baisse des prix.

Ces différents facteurs se compensant, les vicissitudes de l'offre et de la demande en termes physiques joueront sans doute un rôle beaucoup plus important que les évolutions des taux d'intérêt. Globalement, nous pensons que les investisseurs ont intérêt à éviter toute exposition aux matières premières à l'approche d'un cycle de hausse des taux d'intérêt. Nous continuons de penser que les matières premières n'ont aucun rôle à jouer dans les allocations à long terme de la plupart des investisseurs.

Monnaies

Le dollar US est actuellement très surévalué par rapport à l'euro, mais il peut encore s'apprécier par rapport aux autres monnaies à plus faibles taux d'intérêt, les investisseurs cherchant des rendements plus élevés.

Contexte

Le dollar US s'est considérablement renforcé sur l'année écoulée: les investisseurs commencent à anticiper un relèvement des taux de la Fed, alors que les autres banques centrales, notamment la Banque centrale européenne et la Banque du Japon, maintiennent des politiques monétaires très accommodantes. Le dollar américain est désormais très surévalué par rapport à l'euro et au yen.

Point de vue du CIO – Que faire lorsque les taux d'intérêt augmentent ?

Il n'est pas certain que les monnaies qui offrent des rendements plus élevés affichent de bonnes performances: nous l'avons noté ces derniers mois en ce qui concerne le dollar australien et de nombreuses monnaies des marchés émergents. Mais en général, nous constatons que l'exploitation des différentiels de taux d'intérêt (carry trade) donne de bons résultats lorsque l'activité économique se développe et que les investisseurs ont suffisamment confiance pour prendre des risques.

Pour cette raison, nous pensons que les opérations de carry trade sur dollar US et livre sterling, financées par des monnaies à faibles taux d'intérêt telles que le franc suisse ou l'euro, pourraient générer de bonnes performances lorsque les Etats-Unis (et le Royaume-Uni) commenceront à relever leurs taux. Il devrait également être intéressant d'acheter d'autres monnaies plus tard dans le cycle, lorsque les banques centrales concernées relèveront leurs taux elles aussi.

Que nous enseigne l'histoire?

L'histoire nous enseigne qu'avant de redescendre, l'USD peut rester à des cours élevés pendant plusieurs années. La première période de ce type dans un passé proche remonte à la fin des années 70, lorsque les taux d'intérêt étaient à deux chiffres. La seconde période s'est produite au début de notre siècle, après l'éclatement de la bulle Internet.

Nous sommes aujourd'hui au milieu de la troisième période de forte appréciation de l'USD et pensons qu'elle pourrait durer encore un an environ. Toutefois, dès que les autres banques centrales commenceront à normaliser leurs taux, nous prévoyons un retour de l'USD vers des niveaux d'équilibre.

De manière empirique, nous constatons que le dollar US a en réalité eu tendance à se déprécier par rapport aux autres monnaies pendant les périodes de hausse des taux d'intérêt. En fait, depuis plusieurs dizaines d'années, la dépréciation du dollar a coïncidé en grande majorité aux périodes de hausse des taux d'intérêt.

Par ailleurs, pendant ces périodes, les pays offrant de meilleurs rendements ont surperformé en moyenne ceux offrant des rendements inférieurs, en termes de prix comme de rendement total.

Au fait, pourquoi les banques centrales modifient-elles leurs taux ?

Les banques centrales cherchent à stabiliser la trajectoire économique de leurs pays. Pour la plupart des banques centrales, la configuration optimale passe par une faible inflation, une croissance régulière, un niveau d'emploi élevé et des marchés financiers stables. De fait, un tel scénario est également favorable à la plupart des particuliers et des entreprises.

Malheureusement, ces différents éléments sont rarement présents simultanément. Et lorsqu'ils sont tous présents, l'équilibre est instable. Par exemple, lorsque le niveau d'emploi est élevé, l'inflation risque d'augmenter. A son tour, ce phénomène peut déstabiliser les marchés financiers ou nuire à la croissance économique, ce qui entraîne une baisse des niveaux d'emploi.

Depuis que les banques centrales sont entrées dans une ère moderne, la réponse à ce problème a été le plus souvent d'utiliser les taux d'intérêt comme un outil permettant de lisser les variables économiques importantes dans toute la mesure du possible. En changeant leurs taux d'intérêt, les banques centrales modifient le coût qu'elles imposent aux banques pour emprunter de l'argent à court terme. Cette décision influence les taux des prêts à l'économie dans son ensemble et peut amener les particuliers et les entreprises à modifier leurs décisions d'épargne ou d'investissement.

Phase 1: baisse des taux

Dans un contexte de ralentissement de l'économie, de baisse de l'inflation et d'augmentation du chômage et/ou des faillites des entreprises, les banques centrales réduisent leurs taux d'intérêt pour essayer de prévenir une récession ou un fort ralentissement économique. La diminution des coûts d'emprunt favorise l'endettement et aide les emprunteurs à assurer le service de leur dette. En théorie, cette évolution devrait stimuler les dépenses des consommateurs et des entreprises, et finalement l'inflation et l'emploi.

Dans le passé récent, les banques centrales ont commencé à réduire leurs taux d'intérêt en 2007, en réponse au ralentissement de la croissance et pour réagir à l'interruption brutale de l'activité économique après la faillite de Lehman Brothers en 2008. Une caractéristique particulière du cycle le plus récent est que la croissance et l'inflation sont restées faibles même après la réduction des taux. Les banques centrales ont donc dû adopter des politiques inhabituelles, par exemple d'assouplissement quantitatif, pour réduire également les coûts des emprunts à plus long terme.

La Chine, la zone euro et le Japon sont actuellement dans cette phase.

Phase 2: taux faibles

En supposant une bonne efficacité des actions entreprises par les banques centrales pendant la phase précédente, l'inflation, la croissance et les taux de défaillance vont se stabiliser. Mais il est toujours possible qu'un nouveau ralentissement économique ramène les banques centrales à la phase 1. Ces dernières ont donc tendance à maintenir les taux d'intérêt à de faibles niveaux pendant un certain temps, jusqu'à ce qu'elles aient confiance dans l'existence d'un cycle vertueux de consommation, d'investissement et de croissance.

Les Etats-Unis et le Royaume-Uni sont actuellement dans cette phase.

Phase 3: hausse des taux d'intérêt

Après une période de faibles taux d'intérêt, l'accélération de l'activité économique se traduit finalement par une baisse des taux de chômage, une augmentation des salaires et une reprise de l'inflation. En outre, le faible niveau des taux d'intérêt peut inciter les particuliers et les entreprises à s'endetter, et assurer que de nouveaux investissements ne soient effectués que dans les nouveaux projets offrant un bon potentiel de rentabilité.

Dans le passé récent, les taux d'intérêt ont augmenté en 1999–2000 et en 2004–2006. Nous prévoyons un passage des Etats-Unis et du Royaume-Uni de la phase 2 à la phase 3 au cours des six prochains mois.

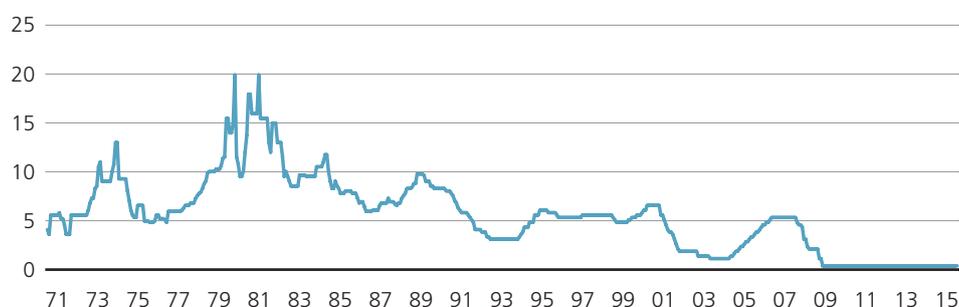
Phase 4: taux élevés

En supposant une bonne efficacité des actions entreprises par les banques centrales pendant la phase précédente, l'inflation, la croissance et les taux de défaillance vont se stabiliser. Là encore, il est possible que le crédit continue de se développer ou que les pressions salariales continuent d'augmenter, ce qui pourrait ramener les banques centrales à la phase 3. Pendant cette phase, les banques centrales maintiendront donc les taux à des niveaux élevés jusqu'à ce qu'elles aient confiance dans la stabilité de la croissance de l'inflation et du crédit.

La dernière manifestation de cette phase du cycle des taux d'intérêt remonte à 2006–2007. Un retour à cette phase semble peu probable à court terme, vu l'environnement mondial actuel de faible inflation et de croissance modérée du crédit. Cela dit, les aspects liés au niveau des taux d'intérêt au point le plus haut du cycle qui s'annonce sont importants, et lourds de conséquences.

Les taux d'intérêt américains ont battu un record de stabilité

Taux des fonds fédéraux de 1971 à aujourd'hui



Source: Bloomberg

Rendements de référence prévisionnels

Taux/rendement	Déc. 2015	Mars 2016	Sept. 2016
Fonds fédéraux	0,8	1,0	1,8
Emprunts d'Etat américains à 2 ans	1,1	1,3	1,7
Emprunts d'Etat américains à 5 ans	1,8	2,0	2,2
Emprunts d'Etat américains à 10 ans	2,5	2,6	2,7
Emprunts d'Etat allemands à 2 ans	-0,2	-0,2	-0,1
Emprunts d'Etat allemands à 5 ans	0,3	0,3	0,4
Emprunts d'Etat allemands à 10 ans	0,3	0,4	0,5
Emprunts d'Etat suisses à 2 ans	-0,8	-0,7	-0,6
Emprunts d'Etat suisses à 5 ans	-0,4	-0,3	-0,2
Emprunts d'Etat suisses à 10 ans	0,3	0,4	0,5

Source: UBS

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office WM sont préparées et publiées par Wealth Management et Retail & Corporate ou Wealth Management Americas, divisions de UBS AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse), de l'une de ses filiales ou de l'une de ses entreprises associées («UBS»). Dans certains pays, UBS AG se dénomme UBS SA. Ce document vous est adressé à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient à l'exception des informations divulguées en rapport avec UBS. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les prix du marché indiqués dans les graphiques et tableaux de performance sont les cours de clôture de la Bourse principale concernée. L'analyse contenue dans le présent document s'appuie sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations présentées dans ce document peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à tenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement mentionnés ici, à réaliser des transactions sur des instruments de placement à titre de teneur de marché ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur soit pour l'instrument de placement lui-même soit pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier auxdits émetteurs. A tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS research. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur certains dispositifs de contrôle de l'information pour contrôler le flux des informations contenues dans un ou plusieurs départements d'UBS vers d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Les marchés des options, des produits dérivés et des valeurs à terme sont considérés comme risqués. Les performances passées ne sauraient préjuger de celles à venir. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et, le jour du dénouement, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous avez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. L'analyste/les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peut/peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et autres aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières. La fiscalité dépend des circonstances spécifiques de chacun et peut faire l'objet de modifications dans le futur. UBS ne fournit pas de conseils d'ordre juridique ou fiscal et ne fait aucune déclaration sur le régime fiscal auquel les actifs ou les rendements des placements sont soumis, de manière générale ou par rapport à la situation et aux besoins spécifiques du client. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs d'investissement individuels de chacun de nos clients, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux clients désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable. Lors de l'établissement des prévisions conjoncturelles du Chief Investment Office (CIO), les économistes CIO ont travaillé en collaboration avec des économistes employés par UBS Investment Research. Les prévisions et les estimations sont actuelles le jour de leur publication et sont susceptibles de modifications sans préavis. Pour obtenir des informations sur la façon dont UBS CIO WM gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site www.ubs.com/research. Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

Gérants de fortune indépendants/Conseillers financiers externes: dans le cas où cette étude ou cette publication est fournie à un gérant de fortune indépendant ou à un conseiller financier externe, UBS interdit expressément qu'elle soit redistribuée par le gérant de fortune indépendant ou le conseiller financier externe et qu'ils en fassent bénéficier leurs clients ou des parties tierces. **Allemagne:** l'émetteur au sens de la loi allemande est UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG est agréée par et placée sous l'autorité de la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Australie:** 1) **Clients d'UBS Wealth Management Australia Ltd:** cet avis est émis par UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n°231127); ce document se limite à des informations d'ordre général et ne constitue pas un conseil personnel relatif à un produit financier. Ce document ne prend pas en compte les objectifs, la situation ou les besoins financiers d'une personne quelle qu'elle soit et, avant de prendre une quelconque décision d'investissement, le destinataire doit recueillir un conseil personnel sur le produit financier de la part d'un conseiller indépendant et étudier toute documentation relative à l'offre correspondante ainsi que les informations à l'usage des investisseurs. 2) **Clients d'UBS SA:** cet avis est émis par UBS SA ABN 47 088 129 613 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231087); ce document est émis et distribué par UBS SA, en dépit de toute mention contraire dans le document. Le document est destiné à une utilisation exclusive par des «clients de gros» tels que définis à la section 761G («clients de gros») de la Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act»). Le document ne saurait en aucun cas être mis à la disposition d'un «client de détail» tel que défini à la section 761G de la Corporations Act par UBS SA. Les services de recherche d'UBS SA ne sont accessibles qu'aux clients de gros. Le présent document n'est qu'une information générale et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière, du régime d'imposition ou des besoins spécifiques d'une personne quelle qu'elle soit. **Arabie saoudite:** la présente publication a été approuvée par UBS Saudi Arabia (une filiale d'UBS SA), une société anonyme fermée étrangère fondée dans le Royaume d'Arabie saoudite sous le numéro de registre commercial 1010257812 ayant son siège social à Tatweer Towers, Case postale 75724, Riyad 11588, Royaume d'Arabie saoudite. UBS Saudi Arabia est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés financiers d'Arabie saoudite. **Bahamas:** cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être distribuée aux personnes considérées comme des ressortissants ou des résidents des Bahamas conformément à la «Bahamas Exchange Control Regulations». **Bahreïn:** UBS SA 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. **Belgique:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit belge mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Belgium, succursale d'UBS (Luxembourg) SA, enregistrée auprès de la Banque Nationale de Belgique et agréée auprès de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Bésil:** préparé par UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, entité relevant de l'autorité de la Comissão de Valores Mobiliários («CVM»). **Canada:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Wealth Management Canada par UBS Investment Management Canada Inc. **Dubaï:** la recherche est émise par UBS AG Dubai Branch dans le DIFC. Elle est réservée strictement aux clients professionnels et ne peut pas être redistribuée dans les Emirats Arabes Unis. **EAU:** ce rapport n'entend pas constituer une offre, vente ou livraison d'actions ou d'autres titres conformément à la législation des Emirats Arabes Unis (EAU). La teneur du présent rapport n'a pas été et ne sera pas approuvée par quelque autorité que ce soit aux Emirats Arabes Unis, y compris l'Autorité des matières premières et titres des Emirats ou la Banque centrale des EAU, le marché financier de Dubaï, le marché des titres d'Abu Dhabi ou toute autre place boursière des EAU. **Espagne:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS Bank, S.A. par UBS Bank, S.A., banque enregistrée auprès de la «Banque d'Espagne». **Etats-Unis:** ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis et/ou à tout ressortissant américain. UBS Securities LLC est une filiale d'UBS AG et une société affiliée d'UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. est une filiale de UBS AG. **France:** cette publication est diffusée à la clientèle et clientèle potentielle d'UBS (France) S.A., société anonyme au capital social de 125 726 944 euros, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670, par cette dernière. UBS (France) S.A. est un prestataire de services d'investissement dûment agréé conformément au Code Monétaire et Financier, relevant de l'autorité de la Banque de France et des autorités financières comme l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. **Hong Kong:** cette publication est distribuée à la clientèle de la succursale UBS SA Hong Kong, banque au bénéfice d'une licence en vertu de la «Hong Kong Banking Ordinance» et établissement enregistré selon la «Securities and Futures Ordinance». **Inde:** distribué par UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Inde) 400051. Tél.: +912261556000. Numéros d'enregistrement SEBI: NSE (segment marché des capitaux): INB230951431, NSE (segment contrats à terme et options) INF230951431, BSE (segment marché des capitaux) INB010951437. **Indonésie:** ce document, ou cette publication, ne constitue pas une offre publique de titres conformément à la législation indonésienne applicable au marché des capitaux, notamment ses dispositions d'application. Les titres mentionnés ici n'ont pas été et ne seront pas enregistrés en vertu de la législation et des dispositions indonésiennes relatives au marché des capitaux. **Israël:** UBS est enregistrée en tant que «Foreign Dealer» en coopération avec UBS Wealth Management Israel Ltd, une société affiliée détenue à 100% par UBS. UBS Wealth Management Israel Ltd est un Portfolio Manager disposant d'une licence qui opère également dans le marketing d'investissement et est placée sous la surveillance de l'Autorité israélienne des valeurs mobilières. Ce document ne saurait se substituer à un conseil en investissement ou un marketing d'investissement fourni par le licencié concerné et adapté à vos besoins personnels. **Italie:** cette publication est distribuée à la clientèle d'UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 3 – Milan, banque italienne dûment agréée par la «Banque d'Italie» pour la fourniture de services financiers sous la surveillance de «Consob» et de la «Banque d'Italie». UBS Italia n'a pas pris part à l'élaboration de la présente publication ni à celle de la recherche sur les investissements ni de l'analyse financière qu'elle comporte. **Jersey:** la succursale UBS AG Jersey est soumise à la réglementation et est autorisée par la «Commission des Services Financiers» de Jersey pour gérer des activités bancaires, des fonds et des activités d'investissement. **Luxembourg:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique au sens du droit luxembourgeois, mais peut être rendue accessible, à des fins d'information, à des clients d'UBS (Luxembourg) S.A., 33A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B 11142, une banque agréée sous la surveillance de la «Commission de surveillance du secteur financier» (CSSF), à laquelle ladite publication n'a pas été soumise pour approbation. **Mexique:** le présent document a été distribué par UBS Asesores México, S.A. à capital variable, une entité qui ne fait pas partie d'UBS Grupo Financiero, S.A. à capital variable, ni d'aucun autre groupe financier mexicain et ses obligations ne sont garanties par aucun autre tiers. UBS Asesores México, S.A. à capital variable, ne garantit pas le moindre rendement. **Nouvelle-Zélande:** cet avis est distribué aux clients d'UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (détenteur de la licence australienne pour la prestation de services financiers n° 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, par UBS Wealth Management Australia Ltd. La présente publication ou documentation vous est fournie, car vous avez indiqué envers UBS être un client certifié en tant qu'investisseur de grande envergure («wholesale investor») et/ou un investisseur qualifié («Certified Client») situé en Nouvelle-Zélande. Cette publication ou documentation n'est pas destinée aux clients non certifiés («Non-Certified Clients»), et de tels clients ne doivent pas se fonder sur les informations qu'elle contient. Si, en tant que client non certifié, vous optez néanmoins de vous fonder sur les informations contenues dans le présent document en dépit de cet avertissement, vous (i) reconnaissez par la présente que vous n'êtes pas censé(e) vous fonder sur le contenu de cette publication ou documentation, et que toute recommandation ou opinion qui y figure ne vous est pas adressée, et (ii) dans la plus grande mesure permise par la loi, (a) vous indemnez UBS et ses associés ou entités affiliées ainsi que leurs directeurs, employés, agents et conseillers respectifs (tous considérés comme des «personnes concernées») de tout dommage, perte, responsabilité et préjudice 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 préjudice encourus ou subis par vous en conséquence de ou en rapport avec votre utilisation non autorisée du présent document. **Pays-Bas:** la présente publication n'a pas vocation à constituer une offre publique ou une sollicitation comparable au sens du droit néerlandais mais peut, à des fins d'information, être mise à la disposition de clients d'UBS Bank (Netherlands) B.V., banque agréée sous la surveillance de «De Nederlandsche Bank» (DNB) et de la «Autoriteit Financiële Markten» (AFM), à laquelle cette publication n'a pas été soumise pour approbation. **Royaume-Uni:** approuvée par UBS AG, habilitée et supervisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, UBS SA est habilitée par l'Autorité de contrôle prudentiel (Prudential Regulation Authority - PRA), réglementée par l'Autorité des pratiques financières (Financial Conduct Authority - FCA) et soumise à la réglementation limitée de l'Autorité de contrôle prudentiel. Nous fournissons sur demande les détails sur l'étendue de notre réglementation par l'autorité de contrôle prudentiel. Membre de la Bourse de Londres. Cette publication est distribuée à la clientèle privée d'UBS Londres au Royaume-Uni. Dans la mesure où des produits ou services sont fournis depuis l'extérieur du Royaume-Uni, ils ne seront pas soumis à la réglementation du Royaume-Uni ou au «Financial Services Compensation Scheme». **Singapour:** pour toute question liée à ou résultant de l'analyse ou du rapport, prière de contacter la succursale UBS SA Singapour, laquelle est un conseiller financier exempté selon le «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110), une banque autorisée par le «Singapore Banking Act» (Cap. 19) et une entité soumise à la supervision de la «Monetary Authority of Singapore». **Taiwan:** cette documentation est fournie conformément aux lois de Taïwan, en accord avec les clients ou à leur demande.

Version mai 2015.

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