

UBS House View

Monthly Letter | 15 juin 2023 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

Optimisme du marché

La résilience de l'économie américaine, la perspective d'un pic des taux de la Fed et l'enthousiasme pour l'IA ont valu au S&P 500 une hausse de 20% par rapport à son plus bas d'octobre.

Une voie étroite

Les risques pesant sur la croissance américaine et l'idée de plus en plus répandue d'un marché des actions haussier n'incite pas à miser sur la progression d'un S&P 500 pondéré en fonction de la capitalisation boursière.

Il est temps d'engranger du rendement

Le pic des taux se rapprochant, les investisseurs doivent agir dès maintenant pour profiter des rendements attrayants du revenu fixe.


Allocation d'actifs

Nous préférons les obligations aux actions et tablons sur un recul du dollar. Nous avons ramené notre opinion sur les matières premières de «most preferred» à «neutre».



Mark Haeefe

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

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

Exercice d'équilibriste

Les marchés intègrent un scénario plutôt optimiste à l'approche du deuxième semestre 2023. La volatilité implicite des actions est à son plus bas depuis la pandémie, et le S&P 500 affiche une hausse de 20% par rapport à son plancher d'octobre. Le calme avant la tempête? Ou la récession majeure qui semblait inévitable n'aura-t-elle finalement pas lieu?

Selon nous, une nouvelle hausse des marchés suppose que les investisseurs adhèrent au moins aux trois scénarios suivants:

1. La Réserve fédérale (Fed) n'augmentera plus les taux après les deux hausses que sous-entend le dernier «dot plot». Le recul de l'inflation, tant globale que sous-jacente, et les difficultés des banques régionales américaines renforcent l'idée que le cycle de relèvement des taux de la Fed se rapproche de son terme. Cette idée ne pourra s'imposer plus encore que si les forces désinflationnistes montent en puissance ou si les investisseurs sont persuadés que la Fed sera contrainte d'accepter une inflation au-delà de la cible pour une période prolongée pour des raisons politiques.
2. La récession américaine qui paraissait inévitable n'aura finalement pas lieu. Jusqu'à présent, la croissance économique et les bénéfices des entreprises se montrent plus solides que prévu, la diminution de l'épargne excédentaire, la résilience des prix des actifs et la robustesse du marché du travail soutenant les dépenses de consommation. L'idée que la récession peut être évitée pourrait se répandre si la croissance des revenus réels se poursuit, si les entreprises commencent à reconstituer leurs stocks et si le marché de l'emploi reste solide.
3. La hausse des valeurs liées à l'intelligence artificielle (IA) est justifiée et elle est appelée à se poursuivre, soutenue par l'enthousiasme suscité par l'IA et la peur de manquer le coche. Le «clan des sept» méga-capitalisations de croissance américaines (à savoir Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla et

Alphabet) a gagné 86% en moyenne cette année, sur fond d'optimisme quant à l'impact de l'IA sur les perspectives à long terme de ces entreprises. À elles seules, ces sept valeurs sont à l'origine de 80% de la hausse du S&P 500 depuis le début de l'année. Par conséquent, les perspectives du marché sont désormais largement tributaires de l'accroissement ou du maintien des gains de ces titres.

Pris individuellement, chacun de ces scénarios fait sens. Une fois qu'elle aura mis un terme à son cycle de relèvement des taux, la Fed pourrait hésiter à reprendre les hausses, d'autant plus que la campagne présidentielle américaine se rapproche. Selon nous, les chiffres des dépenses de consommation continueront à surprendre positivement dans les mois à venir (même si la croissance économique continue globalement à ralentir). Et s'il nous semble difficile de prévoir les fluctuations à court terme des valeurs liées à l'IA, nous sommes convaincus que cette technologie sera à l'origine de changements profonds sur le long terme.

Une «trop grande résilience» pourrait faire craindre un nouveau tour de vis de la Fed.

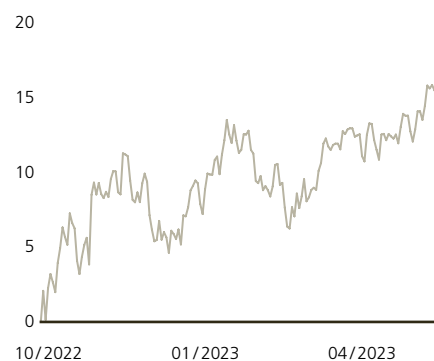
Le problème est que ces scénarios ont du mal à cohabiter. Par exemple, si les dépenses de consommation, le marché de l'emploi ou le marché boursier se montrent «trop résilients», les investisseurs pourraient commencer à craindre un nouveau tour de vis de la Fed. De telles craintes pourraient alors rapidement mettre à mal l'optimisme alimenté par l'IA ou la résilience de la consommation, surtout si elles s'accompagnent d'un ou deux indicateurs économiques décevants ou d'un changement du sentiment sur le marché des actions. Pour que tout s'imbrique et qu'un scénario global positif puisse émerger, la condition préalable est une désinflation claire et nette.

Dans les faits, c'est un véritable exercice d'équilibriste qui attend les investisseurs. Les actions pourraient gagner du terrain, mais la voie est étroite. Après leur forte progression, les actions nous semblent maintenant présenter un potentiel haussier limité. L'idée de plus en plus répandue d'un marché des actions haussier n'incite pas non plus à miser sur une progression du S&P 500.

Figure 1

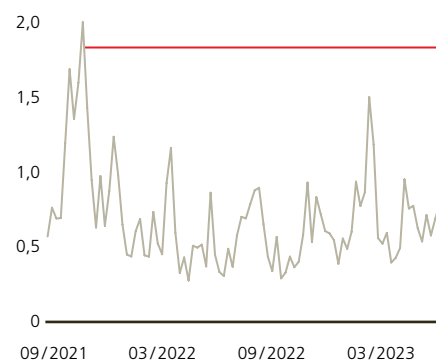
Le S&P 500 en hausse de 20% par rapport à son plus bas d'octobre

S&P 500, évolution en % depuis le creux d'octobre



Les investisseurs haussiers pourraient être déçus

Enquête de l'American Association of Individual Investors sur le sentiment des investisseurs (indicateur généralement à contre courant), ratio bull-to-bear (investisseurs haussiers par rapport aux investisseurs baissiers) au plus haut depuis novembre 2021



Source: Bloomberg, UBS, juin 2023

Nous continuons donc de préférer le revenu fixe aux actions et, sur le plan thématique, nous mettons l'accent sur le revenu, l'identification de segments de marché moins onéreux restés à l'écart de la hausse, et la construction d'un portefeuille diversifié plus résistant grâce à l'intégration de produits alternatifs.

La suite de cette note est consacrée à un examen plus détaillé des perspectives concernant la politique de la Fed, la croissance économique et l'évolution des valeurs liées à l'IA. Nos préférences au niveau des différentes classes d'actifs seront ensuite passées en revue.

L'idée de la fin des hausses des taux de la Fed a soutenu les actions.

Fed: pas encore la fin des hausses?

Parmi les facteurs importants qui ont soutenu les places boursières ces dernières semaines figure l'idée de plus en plus répandue que le cycle de relèvement des taux de la Fed se rapproche de son terme malgré une inflation toujours élevée.

La Fed a opté pour une pause lors de sa réunion de juin, mais le «dot plot» laisse désormais entrevoir deux nouvelles hausses des taux de 25 points de base cette année. Une pause peut sembler imprudente au regard des chiffres de l'inflation. À 5,3% sur un an, l'inflation sous-jacente reste en effet largement au-delà de la cible de la Fed, et elle s'est même inscrite en hausse de 0,4% en glissement mensuel au mois de mai. Le marché de l'emploi reste également tendu. Le taux de chômage a certes légèrement augmenté, mais le nombre de postes à pourvoir est en hausse et la croissance de l'emploi reste solide.

L'ampleur de l'impact différé des hausses des taux sur l'économie américaine reste incertain.

Toutefois, l'incertitude continue de planer sur l'ampleur de l'impact différé sur l'économie des 500 points de base (pb) de hausse des taux mis en œuvre par la Fed en à peine 14 mois (soit le rythme de hausse le plus rapide des 40 dernières années). Certains signes d'instabilité financière et de dégradation des bilans commencent déjà à apparaître, comme en témoigne l'augmentation des faillites d'entreprises et des impayés sur cartes de crédit. Dans le contexte actuel, la Fed est confrontée à des risques au niveau de l'ensemble de ses domaines de compétence, à savoir la stabilité des prix, le plein emploi et la stabilité financière. Or, si la situation au niveau des prix plaide pour une poursuite du resserrement monétaire, la stabilité financière et le plein emploi incitent plutôt à la souplesse.

Mais il ne faut pas oublier que l'on se dirige vraisemblablement vers une période de recul de l'inflation. Ainsi, la croissance du coût unitaire du travail ralentit, tout comme les indices des prix payés. Par ailleurs les pressions sur les chaînes d'approvisionnement s'atténuent. Ainsi, l'indicateur des pressions s'exerçant sur les chaînes d'approvisionnement mondiales de la Fed de New York (New York Fed Global Supply Chain Pressure Index) est désormais inférieur à ses niveaux d'avant la pandémie, tandis que les prix de l'énergie, des produits importés et de certains biens sont clairement sur une tendance déflationniste.

Figure 2

Atténuation des pressions inflationnistes

New York Fed Global Supply Chain Pressure Index, nombre d'écart-types par rapport à la moyenne



Source: Bloomberg, UBS, juin 2023

La Fed a certes laissé entendre que les hausses des taux allaient reprendre, mais le fait de reconnaître que ce n'est que «partie remise» suggère aussi que de profondes dissensions ont dû être surmontées au sein du comité avant qu'un consensus ne puisse s'établir. En outre, il pourrait être plus difficile de reprendre un cycle de hausses à l'approche de la campagne présidentielle américaine. Tout comme la Fed, nous ne sommes guère enclins à intégrer les enjeux politiques entourant les élections dans notre analyse de scénarios, mais on ne peut non plus totalement les ignorer.

En d'autres termes, on ne saurait exclure que la Fed accepte une inflation légèrement au-dessus de la cible pour une période prolongée. Une inflation plus forte avec un statu quo de la Fed n'est pas forcément une combinaison défavorable aux actions dans la mesure où une croissance nominale plus élevée doperait les bénéfices des entreprises (voir encadré page 4). Mais le risque de baisse s'en trouverait aussi renforcé, surtout si les marchés commencent à craindre que la Fed ne perde le contrôle sur les anticipations d'inflation.

À nos yeux, les obligations de haute qualité présentent un meilleur profil risque/rendement que les actions américaines.

La question qui se pose alors pour les investisseurs est de savoir s'ils peuvent bénéficier d'un meilleur rapport risque/rendement en pariant sur les derniers points de pourcentage de gains du S&P 500 ou en misant sur le rendement des obligations de haute qualité. Pour notre part, nous privilégions la deuxième option, associée à une diversification au travers d'actifs réels (tels que les infrastructures et l'or), à une couverture partielle contre l'inflation à long terme et à un positionnement dans la perspective d'un recul du dollar.

L'effet nominal

On oublie souvent que les résultats des entreprises sont exprimés en termes nominaux. Autrement dit, leur évolution dépend à la fois de l'inflation et de la croissance de l'économie réelle.

Au cours de la période d'inflation stable et limitée qui a prévalu de 1990 à 2020, les investisseurs pouvaient se baser uniquement sur la croissance de l'économie réelle pour se faire une idée des bénéfices. Mais dans une période de forte inflation, l'équation se complique puisqu'une variable supplémentaire, à savoir l'inflation, s'ajoute à la croissance réelle. Par exemple, dans les années 1970 et 1980, les fortes récessions économiques s'étaient accompagnées d'une contraction relativement limitée des bénéfices car l'inflation, alors élevée, avait soutenu les bénéfices nominaux des entreprises.

Les investisseurs doivent donc se préparer à des résultats potentiellement contre-intuitifs. Jusqu'à présent, la forte croissance nominale des bénéfices a clairement profité aux marchés des actions. Les bénéfices en termes nominaux ont progressé de plus de 60% depuis le creux de la pandémie en 2020. Aujourd'hui, l'inflation élevée pourrait permettre aux entreprises de continuer à relever leurs prix et de dégager une croissance des bénéfices honorable (surtout si la Fed est disposée à accepter une hausse de l'inflation pour une période prolongée). Mais à l'inverse, un ralentissement nettement plus marqué de l'inflation impliquerait une croissance moindre du chiffre d'affaires des entreprises et, partant, une contraction des marges si les coûts ne sont pas maîtrisés.

En bref, une croissance nominale élevée mais en baisse ajoute à l'incertitude entourant les perspectives des actions.

Les dépenses des ménages américains sont restées solides.

Les dépenses soutenues par les salaires?

La solidité des dépenses de consommation explique en partie la performance économique meilleure que prévu enregistrée jusque-ici en 2023. Face à la hausse des prix, les consommateurs américains ont en effet préféré puiser dans leur épargne plutôt que de réduire leurs dépenses.

Plusieurs éléments laissent penser que les dépenses de consommation vont rester robustes. Il reste encore quelque 700 milliards sur les plus de 2000 milliards de dollars d'épargne accumulée pendant la pandémie et la relative résilience des prix des actifs (dont les actions et l'immobilier) pourrait procurer aux ménages un sentiment de sécurité financière. Les dépenses et le sentiment de sécurité devraient également être soutenus par la bonne santé du marché de l'emploi, en particulier les 10 millions de postes à pourvoir révélés par le dernier rapport JOLTS.

En outre, l'une des principales menaces qui pesait sur la croissance au premier semestre, à savoir la baisse des dépenses de consommation sous l'effet d'un recul des salaires réels, semble s'estomper. Des indicateurs récents laissent en effet penser que l'inflation devrait ralentir plus vite que la croissance des salaires nominaux. En avril, la croissance des revenus réels s'est inscrite en territoire positive pour la première fois depuis 18 mois. Les ménages ne devraient donc plus devoir puiser dans leur épargne pour maintenir leurs dépenses réelles. De plus, le taux de participation des femmes au marché du travail est en hausse par rapport à l'an dernier. Ce taux est en effet passé de 56,5% en novembre à 57,3% en mai, entraînant une augmentation du revenu global des ménages. Par ailleurs, la flexibilité accrue du travail a permis à certains consommateurs de réduire des coûts considérés auparavant comme incompressibles (par exemple le carburant pour le transport), dégageant ainsi des économies pour d'autres dépenses.

Mais bien évidemment, tout n'est pas rose. Ainsi, même si un tiers de l'épargne accumulée pendant la pandémie n'a pas encore été dépensé, cette épargne est inégalement répartie, et l'augmentation du recours au crédit et des impayés sur cartes de crédit montre que les ménages à faibles revenus sont sous pression. Le durcissement des conditions de crédit pourrait aussi inciter les ménages à moins emprunter pour financer des dépenses discrétionnaires, comme les achats d'automobiles par exemple. Le taux de chômage, bien que toujours faible au regard des normes historiques, a atteint un plus haut sur sept mois en mai, ce qui pourrait amener certains ménages à se constituer une épargne de protection, d'autant plus que les liquidités offrent un rendement relativement élevé. À 4,1% en avril, le taux d'épargne des ménages reste d'ailleurs inférieur à ses niveaux d'avant la pandémie.

Intelligence artificielle: trop loin et trop vite?

Les valeurs technologiques ont signé quelques-unes des meilleures performances du premier semestre 2023. Nvidia, dont les composants électroniques sont à la base de plusieurs applications d'intelligence artificielle (IA), a ainsi bondi de 194% et sa capitalisation boursière a atteint plus de 1000 milliards de dollars. Les anticipations de hausse des chiffres d'affaires grâce à l'IA ont également profité à d'autres sociétés technologiques. L'indice NYSE FANG+, qui recouvre les dix premières valeurs technologiques américaines, a ainsi gagné 75% depuis le début de l'année.

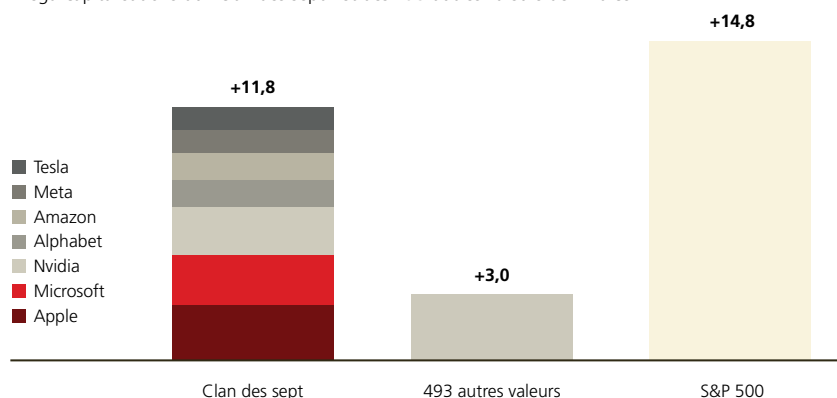
L'IA recèle, selon nous, un solide potentiel de croissance à long terme. Sept mois à peine après son lancement, ChatGPT compte déjà plus de 200 millions d'utilisateurs, soit une adoption nettement plus rapide que les innovations technologiques précédentes. On assiste aussi à une intégration accélérée d'outils d'IA dans un grand nombre d'activités, comme les services de gestion des connaissances, les services financiers ou le domaine pharmaceutique. La demande accrue de semi-conducteurs et de services de cloud computing à laquelle donne lieu le développement de l'IA devrait stimuler le marché du matériel et des services d'IA.

Les valeurs liées à l'IA ont tiré la hausse des actions américaines cette année.

Figure 3

Le «clan des sept» a tiré la performance cette année

Performance du S&P 500 depuis le début de l'année, contribution en points de pourcentage des méga-capitalisations du «clan des sept» et des 493 autres valeurs de l'indice



Source: Factset, UBS, 14 juin 2023

Les développements actuels au niveau de l'IA ne justifient pas les valorisations élevées du secteur technologique mondial.

Les valeurs technologiques ont toutefois intégré très rapidement le potentiel haussier de l'IA. Sur le long terme, l'IA sera très certainement à l'origine de transformations profondes, mais il n'en demeure pas moins difficile de prévoir l'évolution à court terme du cours des actions, d'autant plus qu'elle est tributaire des fluctuations du sentiment du marché. Par ailleurs, les développements actuels dans le domaine de l'IA ne justifient pas, selon nous, les valorisations élevées du secteur technologique de l'indice MSCI All Country World. Ce dernier affiche en effet une prime de 25% par rapport à son ratio cours/bénéfices (PER) moyen de la dernière décennie.

En d'autres termes, bien que convaincus que l'IA deviendra un moteur essentiel de la performance des sociétés technologiques à long terme, les valorisations actuelles nous semblent trop élevées. Et il ne faut pas oublier que, toutes choses égales par ailleurs, si au niveau du «clan des sept», la moitié seulement de la «hausse liée à l'IA» s'inversait, l'indice subirait une baisse de plus de 6%.

Par conséquent, les investisseurs souhaitant renforcer leur exposition aux actions ont, selon nous, intérêt à se tourner vers des segments de marché restés à l'écart de la hausse récente plutôt que de parier sur des segments qui affichent déjà des niveaux de valorisation élevés. À cet égard, nous préférons les marchés émergents au marché américain, les actions *value* aux valeurs de croissance, les indices américains équipondérés à ceux basés sur la capitalisation boursière, et enfin la consommation de base et les valeurs industrielles au secteur technologique.

Idées d'investissement

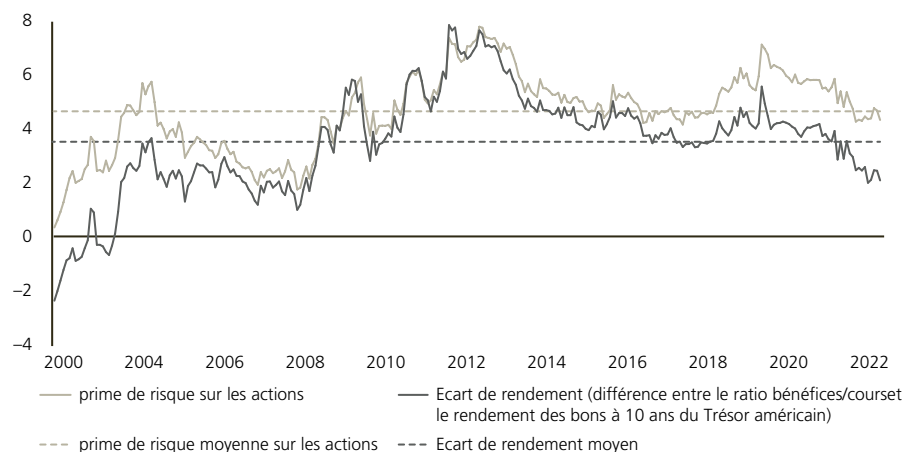
Nous recommandons de profiter des rendements qu'offrent les obligations de haute qualité.

Obligations: Le rapport risque/rendement nous semble plus favorable aux obligations qu'aux actions. La pause au niveau des relèvements des taux d'intérêt, des indicateurs économiques meilleurs que prévu et la peur de passer à côté des opportunités liées à l'IA sont autant d'éléments qui pourraient stimuler les places boursières. Toutefois, des risques persistent et, selon notre scénario de référence, le potentiel haussier des actions est limité. Nous préférons donc miser sur les produits à revenu fixe de haute qualité, qui offrent à la fois des rendements attrayants et un potentiel de plus-value si les risques pesant sur la croissance devaient s'accroître. Au niveau des segments plus risqués du marché obligataire, nous continuons à privilégier les titres des marchés émergents.

Figure 4

Les obligations offrent un meilleur profil risque/rendement que les actions

Prime de risque du MSCI ACWI (dividendes actualisés) et écart de rendement (différence entre le ratio bénéfices/cours et le rendement des bons du Trésor à 10 ans), moyennes, en %



Source: Refinitiv, UBS, juin 2023

Les investisseurs devraient rééquilibrer leur exposition aux actions américaines en se tournant vers des secteurs offrant des valorisations plus attractives.

Actions: Nous sommes certes toujours négatifs (opinion «least preferred») sur les actions américaines en général, mais il nous semble important de distinguer les valeurs du «clan des sept» du reste du marché. Le S&P 493 (autrement dit exclusion faite du «clan des sept») se négocie à tout juste 15x les bénéfices anticipés à 12 mois. Les investisseurs ont, selon nous, tout intérêt à rééquilibrer leur exposition aux actions américaines, en jouant des segments offrant des valorisations plus intéressantes. À cet effet, ils peuvent miser sur des indices équipondérés, ou s'éloigner du secteur technologique au profit de secteurs restés à l'écart de la hausse comme la consommation de base et le secteur industriel.

Nous avons tenu compte des résultats meilleurs que prévu du premier trimestre dans nos prévisions de bénéfices du S&P 500. Nous tablons désormais sur un bénéfice par action de 215 dollars (contre 210 dollars auparavant) et de 235 dollars (contre 230 dollars auparavant) pour 2023 et 2024, respectivement. Nous avons donc relevé notre objectif de cours pour le S&P 500 de 3800 à 4100 pour décembre 2023, et de 4300 à 4400 pour juin 2024.

Nous sommes par ailleurs positifs (opinion «most preferred») sur les actions des marchés émergents. Le MSCI Emerging Markets a sous-performé le MSCI All Country World de 6 points de pourcentage depuis le début de l'année. Les actions des marchés émergents se sont toutefois stabilisées depuis la crise bancaire américaine de mars. L'accélération de la croissance, le recul du dollar américain et l'inflation moins revêche devraient, en outre, soutenir la classe d'actifs dans les prochains mois. Les valorisations sont bon marché, avec une décote de 36% en termes de PER par rapport au marché américain et de 27% par rapport aux actions mondiales.

Sur le plan sectoriel, nous préférons la consommation de base et les services aux collectivités (secteurs défensifs dont les bénéfices sont résilients et les valorisations raisonnables) à la santé. Au niveau des secteurs cycliques, nous privilégions les valeurs industrielles qui devraient, selon nous, bénéficier des dépenses en cours liées à la transition énergétique. Nous sommes négatifs (opinion «least preferred») sur le secteur technologique. Les valorisations, aux États-Unis en particulier, sont en effet trop élevées au regard des rendements réels. Côté styles, nous préférons le revenu de qualité et les titres *value* (assortis d'une forte génération de free cash-flow ou d'un rendement sur fonds propres conséquent) aux valeurs de croissance.

Le dollar devrait reprendre sa tendance baissière alors que le pic des taux de la Fed se rapproche.

Monnaies: Le dollar américain a bien résisté au premier semestre, soutenu par la résilience de l'économie américaine et les hausses des taux de la Fed. Mais il devrait, selon nous, perdre du terrain ces prochains mois. La Fed étant appelée à mettre un terme à son cycle de relèvement des taux, la croissance américaine et la prime de taux dont bénéficient les États-Unis par rapport au reste du monde devraient diminuer à horizon de six à douze mois.

Nous sommes en revanche positifs (opinion «most preferred») sur le yen. L'amélioration de la situation macroéconomique devrait amener la Banque du Japon à resserrer sa politique monétaire ultra-accommodante au second semestre 2023. L'USDJPY devrait donc, selon nos estimations, revenir à 120 sur notre horizon prévisionnel. Par ailleurs, nous avons ramené notre opinion sur le dollar australien de «most preferred» à «neutre». La faiblesse des chiffres de l'économie chinoise et les risques pesant sur les prix des matières premières devraient limiter le potentiel haussier de la monnaie australienne à court terme. En revanche, à moyen terme, le solide excédent de la balance commerciale et l'amélioration des comptes publics australiens devraient lui valoir une surperformance par rapport au dollar américain et au dollar néo-zélandais.

Nous avons ramené notre opinion sur les matières premières de «most preferred» à «neutre», mais restons positifs sur le pétrole et l'or.

Matières premières: Nous avons ramené notre opinion sur les matières premières de «most preferred» à «neutre». L'indice CMCI Total Return est en baisse de 4,5% depuis le début de l'année. Contre toute attente, le marché pétrolier mondial est resté excédentaire au premier semestre, sur fond de production nord-américaine supérieure aux attentes, d'augmentation des exportations russes et de déstockages. Les chiffres décevants de l'économie chinoise et la révision à la baisse des prévisions de croissance mondiale ont, par ailleurs, pesé sur les métaux industriels. Nous continuons néanmoins de tabler sur une hausse des prix du pétrole et des métaux précieux au second semestre sous l'effet d'une offre réduite. Toutefois, le secteur manufacturier mondial est toujours en contraction et l'Arabie saoudite doit équilibrer l'offre et la demande en augmentant le nombre de barils qu'elle s'abstient de vendre. Dans ces conditions, le resserrement des conditions sur le marché pourrait être plus long à se concrétiser, avec de plus grands risques associés à ce scénario.

Objectifs pour les différents scénarios

	Comptant*	Scénario haussier	Scénario de référence	Scénario baissier
MSCI AC World	812	900 (+11%)	770 (-5%)	670 (-18%)
S&P 500	4373	4800 (+10%)	4100 (-6%)	3500 (-20%)
EuroStoxx 50	4376	4900 (+12%)	4250 (-3%)	3650 (-17%)
SMI	11 278	12 800 (+13%)	12 000 (+6%)	9800 (-13%)
MSCI EM	1015	1100 (+8%)	1050 (+3%)	800 (-21%)
Rend. bons du Trésor US à 10 ans	3,79%	4,25%	3,25%	2,25%
Point mort rend. US à 10 ans	2,22%	3%	2,25%	1,5%
Écart haut rend. US**	420 pb	400 pb	550 pb	850 pb
Écart IG US**	123 pb	80 pb	120 pb	200 pb
EURUSD	1,08	1,20 (+11%)	1,14 (+5%)	1,05 (-3%)
Matières premières (CMCI Composite)	1750	2000 (+14%)	1900 (+9%)	1600 (-9%)
Or***	1943 USD/once	1800-1900 USD/once (-5%)	2100 USD/once (+8%)	2300-2400 USD/once (+21%)

* Prix au comptant à la clôture du marché le 14 juin 2023. Les chiffres entre parenthèses correspondent à l'évolution anticipée (exprimée en pourcentage) du prix au comptant mentionné. Hors dividendes, rachats d'actions et autres sources de rendement.

** En période de tensions sur les marchés, les écarts acheteur/vendeur sur le crédit ont tendance à se creuser, amplifiant les fourchettes de fluctuation.

*** L'or est un actif refuge dont les prix ont tendance à augmenter lorsque les actifs risqués, tels que les actions, perdent du terrain et inversement.

Remarque: les objectifs pour les classes d'actifs ci-dessus se rapportent aux scénarios macroéconomiques respectifs. Il s'agit d'objectifs pour décembre 2023. Les prix des actifs individuels peuvent être influencés par des facteurs non pris en compte dans les scénarios macroéconomiques.

Source: UBS, juin 2023

Analyse de scénarios

Scénarios (décembre 2023)	Scénario haussier	Scénario de référence	Scénario baissier	À surveiller
<i>Probabilité</i>	20%	50%	30%	
Évolution du marché	Stagnation des obligations, hausse des actions Les marchés actions continuent de progresser, les anticipations de récession étant sans cesse reportées. Les marchés obligataires affichent une performance contrastée sur fond d'incertitude quant à l'évolution de la politique monétaire.	Hausse des obligations, stagnation ou légère baisse des actions Des facteurs spécifiques se traduisent par des performances divergentes des marchés, avec une baisse des actions mondiales. Les obligations de haute qualité surperforment, la dégradation des perspectives économiques alimentant les anticipations d'assouplissement de la politique monétaire.	Hausse des obligations, baisse des actions Les actions mondiales affichent des pertes à deux chiffres et les écarts de crédit s'élargissent. Les actifs refuges tels que les obligations de haute qualité, l'or, le franc suisse et le yen, gagnent du terrain.	
Croissance économique	La croissance résiste plus longtemps que prévu, les dépenses de consommation et les marchés de l'emploi continuant de dépasser les attentes. Les anticipations de récession ne cessent d'être reportées.	L'économie américaine ralentit encore, avec une légère récession entre le 3 ^e trimestre 2023 et le 4 ^e trimestre 2024. D'autres économies occidentales continuent de ralentir, avec une croissance négative ou inférieure à la tendance. La croissance chinoise ralentit encore.	Forte baisse au niveau mondial fin 2023 ou début 2024 sur fond de politique monétaire très restrictive.	<i>Monde: prix du pétrole</i> <i>États-Unis, Chine: indices PMI</i> <i>États-Unis: évolution des chiffres de l'emploi non agricole</i> <i>Europe: prix du gaz</i>
Inflation	Toujours largement au-delà des cibles des banques centrales.	Poursuite du ralentissement aux États-Unis et en Europe. Au-delà des cibles des banques centrales en fin d'année, avant une normalisation vers la mi-2024.	Baisse rapide sur fond d'effondrement de la demande de biens et services.	<i>États-Unis: IPC et PCE</i> <i>États-Unis: sous-indice des prix payés de l'ISM</i> <i>États-Unis: salaire horaire moyen</i> <i>États-Unis: postes vacants et recrutements (rapport JOLTS)</i> <i>Zone euro: IPCH</i>
Banques centrales	La Fed stoppe le cycle de relèvement des taux à partir du 3 ^e trimestre 2023, sans pour autant exclure de nouvelles hausses début 2024. La BCE et la Banque d'Angleterre suivent la même voie.	La Fed, la BCE, la BNS et la Banque d'Angleterre mettent un terme à leur cycle de hausse des taux vers le milieu de l'année, et maintiennent le statu quo pendant quelques mois avant que des baisses de taux ne deviennent plus probables vers fin 2023 ou début 2024.	Réduction rapide des taux sur fond de signes de récession sévère.	
Conditions financières	Toujours restrictives au regard des normes historiques, mais ne provoquent pas de risque systémique dans l'économie.	Maintien de conditions restrictives, se traduisant par une vulnérabilité accrue du marché aux mauvaises surprises ou aux chocs externes.	Resserrement marqué entraînant des tensions dans le système financier et un risque accru d'événements systémiques.	<i>Indicateurs des conditions financières au niveau mondial</i>
Géopolitique	La guerre en Ukraine amorce une désescalade (p. ex. accord de cessez-le-feu).	La guerre en Ukraine se poursuit, aucun accord de cessez-le-feu n'étant en vue.	La guerre s'aggrave en Ukraine, ou les tensions entre les États-Unis et la Chine s'accroissent.	<i>Avancées de la Russie sur le terrain</i> <i>Livraisons d'armes à l'Ukraine</i> <i>Soutien à Poutine dans les sondages</i> <i>Sanctions américaines contre les entreprises chinoises</i> <i>Reverse-CFIUS (contrôle des investissements américains à l'étranger)</i>

Principaux messages

Acheter des obligations de qualité	Les indicateurs économiques plus résilients que prévu ont dopé les rendements ces dernières semaines, permettant aux investisseurs de bénéficier de taux élevés alors que la Fed tente de trouver un équilibre entre la stabilité des prix, le plein emploi et la stabilité financière. Les obligations (souveraines) de haute qualité et investment grade, les obligations durables et une partie de la dette senior d'établissements financiers nous semblent offrir de belles opportunités. Les investisseurs peuvent aussi opter pour des stratégies obligataires à gestion active.
Miser sur des revenus diversifiés et pérennes	Les obligations de haute qualité ne sont pas le seul moyen de bénéficier de revenus plus pérennes. Les segments à revenu fixe plus risqués offrent aussi des opportunités. À cet égard, nous apprécions particulièrement le crédit des marchés émergents. Certaines stratégies axées sur le revenu peuvent être intéressantes dans la mesure où elles permettent d'équilibrer l'exposition aux produits à revenu fixe. C'est notamment le cas des actions de qualité porteuses de dividendes dans le cadre des stratégies traditionnelles et durables (et, par région, en Suisse et en Asie), des titres américains «preferred» (actions de préférence) et des stratégies de vente de la volatilité.
Miser sur les actions restées à l'écart de la hausse	Les gains récents des places boursières sont dus à un nombre restreint de secteurs, et les valorisations de certains des titres les plus performants semblent désormais élevées. Dès lors, l'écart entre les leaders et les retardataires devrait diminuer. Les investisseurs gagneront à protéger leurs avoirs au travers de stratégies de préservation du capital et à rééquilibrer leur portefeuille en y intégrant des actions restées à la traîne, comme celles des marchés émergents, les valeurs défensives et les actions <i>value</i> .
Se positionner en vue d'une dépréciation du dollar	L'écart de taux entre le dollar américain et les autres monnaies devrait se réduire et la baisse du billet vert reprendre dans les prochains mois. Nous recommandons dès lors aux investisseurs dont la monnaie nationale est le yen, l'euro, la livre sterling ou le franc suisse de renforcer leur biais national. Nous nous attendons aussi à ce que l'or atteigne de nouveaux sommets.
Se diversifier au travers de placements alternatifs	Nous recommandons d'équilibrer les portefeuilles traditionnels en y intégrant des produits alternatifs. Les hedge funds peuvent ainsi permettre aux investisseurs de faire face et de profiter des dislocations des marchés en cette période d'incertitude économique. Les marchés privés, qu'il s'agisse du private equity, du crédit privé ou de l'immobilier, peuvent également permettre de bénéficier de revenus et d'accroître son patrimoine au fil du temps.
Investir dans des actifs réels	La Fed pourrait être disposée à tolérer une inflation légèrement au-dessus de la cible pour une période prolongée. L'équilibre entre stabilité financière et stabilité des prix étant des plus délicats, le marché pourrait craindre une perte de contrôle de la banque centrale sur les anticipations d'inflation. Dans ce cas, une allocation aux infrastructures, aux matières premières et à certains biens immobiliers «core» pourrait contribuer à atténuer les effets de l'inflation à long terme et à renforcer la diversification des portefeuilles et des revenus.
Miser sur la durabilité	Les investissements verts, les engagements de décarbonation, le sentiment des consommateurs et l'évolution des réglementations continuent de plaider en faveur des placements durables. Nous apprécions tout particulièrement les obligations durables, les leaders ESG et les entreprises novatrices capables de «faire plus avec moins», notamment dans le domaine de l'efficacité énergétique et de l'eau. Nous décelons également des opportunités d'exposition à des thèmes durables tels que la santé et le climat par le biais de hedge funds et de véhicules du marché privé.

Selon nous, la performance des matières premières sera davantage tributaire du secteur de l'énergie au second semestre. Nous maintenons ainsi notre opinion positive («most preferred») sur le pétrole. La réduction de la production annoncée et mise en œuvre par l'Arabie saoudite finira, selon nous, par provoquer une baisse des stocks et, partant, une hausse des prix. De plus, les exportations iraniennes étant déjà à leur plus haut depuis septembre 2018, la crainte d'une augmentation de l'offre qui a récemment affecté le sentiment nous semble exagérée. Nous restons également positifs (opinion «most preferred») sur l'or, avec un objectif de prix à 12 mois de 2250 dollars l'once. La demande continue des banques centrales et le recul du dollar américain devraient permettre d'inverser la baisse observée récemment.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Information sur les risques

Actifs non traditionnels

Les classes d'actifs non traditionnelles sont des placements alternatifs qui regroupent les hedge funds, le private equity, l'immobilier et les managed futures (collectivement réunis sous le nom de placements alternatifs). Les parts de fonds de placements alternatifs sont vendues aux seuls investisseurs qualifiés et uniquement par le biais de documents d'offre comprenant des informations sur les risques, la performance et les frais associés auxdits fonds. Les clients sont invités à lire attentivement ces documents avant toute souscription. Les investissements dans les fonds de placements alternatifs ont un caractère spéculatif et impliquent des risques importants. En particulier, 1) ces fonds ne sont pas des fonds communs de placement («mutual funds») et ne sont pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que ces derniers, 2) la performance de ces fonds peut être volatile et les investisseurs peuvent perdre une part substantielle, voire la totalité, du capital investi, 3) ces fonds peuvent avoir recours à l'effet de levier ou à d'autres pratiques spéculatives susceptibles d'augmenter le risque de perte du capital investi, 4) ces fonds sont des investissements illiquides réalisés dans une perspective de long terme; en général, il n'existe pas de marché secondaire pour les parts de ces fonds et il n'est pas prévu qu'un tel marché voie le jour, 5) les parts des fonds de placements alternatifs sont généralement illiquides et leur transfert est soumis à des restrictions, 6) ces fonds peuvent ne pas être tenus de communiquer régulièrement aux investisseurs des informations sur les cours ou les valorisations, 7) ces fonds impliquent généralement des stratégies fiscales complexes; en outre, des retards peuvent intervenir dans la communication des informations fiscales aux investisseurs, et 8) ces fonds comportent des frais élevés, notamment des frais de gestion et d'autres frais et commissions, qui viennent en déduction des bénéfices.

Les parts dans les fonds de placements alternatifs ne constituent ni des dépôts ni des obligations, et ne bénéficient ni de la garantie ni de l'aval d'aucune banque ou dépositaire assuré. De même, ces parts ne sont pas assurées au niveau fédéral par la Federal Deposit Insurance Corporation, le Federal Reserve Board ou tout autre organisme gouvernemental. Avant d'investir dans un fonds de placements alternatifs, les investisseurs doivent comprendre les risques qui leur sont associés, être disposés à les accepter et avoir la capacité financière de les assumer sur une longue période. Les investisseurs doivent par ailleurs considérer les fonds de placements alternatifs comme un complément dans le cadre d'un programme d'investissement global.

Aux risques associés aux placements alternatifs en général, s'ajoutent des risques supplémentaires pour les stratégies suivantes:

- Hedge funds: les investissements dans les hedge funds sont assortis de risques spécifiques, parmi lesquels les risques liés aux ventes à découvert, aux options, aux petites capitalisations, aux obligations pourries («junk bonds»), aux instruments dérivés, aux titres en difficulté, aux titres non américains et aux placements illiquides.
- Managed futures: les stratégies «managed futures» comportent des risques spécifiques. Par exemple, tous les gérants ne misent pas en permanence sur toutes les stratégies, et les stratégies «managed futures» peuvent comporter des éléments directionnels substantiels.
- Immobilier: les placements dans les produits et les fonds immobiliers (real estate investment trusts) sont assortis de risques spécifiques, dont les risques liés à l'endettement, à une dégradation de la conjoncture économique ou des conditions de marché au niveau local, aux modifications de la réglementation ou de la législation gouvernementale, fiscale ou immobilière, ou encore des règles en matière de zonage, aux appels de fonds et, pour certains produits, à la capacité à bénéficier d'un traitement favorable en vertu de la législation fiscale fédérale.
- Private equity: le private equity comporte des risques spécifiques. Les appels de fonds peuvent être assortis d'un préavis court et l'incapacité à les honorer peut avoir des conséquences négatives importantes telles que, entre autres, la perte de la totalité du capital investi.
- Risques de change: les investisseurs détenant des titres d'émetteurs situés en dehors des États-Unis doivent avoir conscience que, même dans le cas de titres libellés en dollar américain, les fluctuations du taux de change entre le dollar et la monnaie nationale de l'émetteur peuvent avoir des conséquences inattendues sur la valeur de marché et la liquidité desdits titres. Ces titres peuvent également être soumis à d'autres risques (par exemple, des changements sur le plan politique, économique ou réglementaire) dont un investisseur américain peut ne pas avoir connaissance dans l'immédiat.

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office («CIO») sont préparées et publiées par l'activité Global Wealth Management d'UBS Switzerland AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse ou ses entreprises associées («UBS»)).

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

Informations générales sur la recherche financière et les risques:

Cette publication vous est adressée 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. L'analyse figurant ici ne constitue pas une recommandation personnelle ni ne prend en compte les objectifs de placement, les stratégies de placement, la situation financière et les besoins particuliers de chaque destinataire de ladite publication. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Elle repose sur de nombreuses hypothèses. 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 et opinions ainsi que les prévisions, estimations et prix du marché indiqués correspondent à la date du présent rapport et peuvent varier sans préavis. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations présentées dans ce document peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires.

Dans aucune circonstance, ce document ou toute information y figurant (y compris les prévisions, valeurs, indices ou autre montant calculé («Valeurs»)) ne peut être utilisé aux fins suivantes: (i) fins d'évaluation ou de comptabilisation; (ii) pour déterminer les montants dus ou payables, le prix ou la valeur d'un instrument financier ou d'un contrat financier; ou (iii) pour mesurer la performance d'un instrument financier, notamment aux fins de suivre le rendement ou la performance d'une Valeur, définir l'allocation d'actifs d'un portefeuille ou calculer les commissions de performance. Dès lors que vous avez reçu ce document et pris connaissance des informations qu'il renferme, il sera considéré que vous certifiez à UBS que vous n'utiliserez pas ce document, ou que vous ne vous appuyez pas sur lesdites informations, quelles qu'elles soient, pour aucune des fins susmentionnées. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à tenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement mentionnés ici, à réaliser des transactions sur des instruments de placement à titre de teneur de marché ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur, soit pour l'instrument de placement lui-même, soit pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier auxdits émetteurs. A tout moment, les décisions de placement (y compris l'achat, la vente ou la détention de titres) prises par UBS et ses collaborateurs peuvent différer ou être contraires aux opinions exprimées dans les publications d'UBS Research. Dans le cas de certaines transactions complexes à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer les enjeux et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur certains dispositifs de contrôle de l'information pour contrôler le flux des informations contenues dans un ou plusieurs départements d'UBS vers d'autres départements, unités, divisions ou sociétés affiliées d'UBS. Le négoce de futures et d'options ne convient pas à tous les investisseurs parce qu'il existe un risque important de pertes et que ces pertes peuvent être supérieures à l'investissement initial. Les performances passées ne sauraient préjuger de celles à venir. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. Certains placements peuvent être sujets à des dépréciations soudaines et massives et, le jour du dénouement, la somme vous revenant peut être inférieure à celle que vous avez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. L'analyste/Les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peut/peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et autres aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières.

La fiscalité dépend des circonstances spécifiques de chacun et peut faire l'objet de modifications dans le futur. UBS ne fournit pas de conseils d'ordre juridique ou fiscal et ne fait aucune déclaration sur le régime fiscal auquel les actifs ou les rendements des placements sont soumis, de manière générale ou par rapport à la situation et aux besoins spécifiques du client. Sachant qu'il nous est impossible de tenir compte des objectifs d'investissement individuels de chacun de nos clients, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux clients désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier ou de leur fiscaliste sur les éventuelles conséquences de cette transaction, notamment sur le plan fiscal.

Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. Sauf convention contraire dont il a été convenu par écrit, UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable. Pour obtenir des informations sur la façon dont CIO 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-methodology. 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.

Les options et contrats à terme ne sont pas des instruments financiers adaptés à toutes les catégories d'investisseurs, leur négociation doit être considérée comme risquée et peut ne convenir qu'à des investisseurs avertis. Avant tout achat ou vente d'options et afin de connaître tous les risques relatifs à ces produits, il est impératif qu'un exemplaire du document «Characteristics and Risks of Standardized Options» (Caractéristiques et risques des options normalisées/standard) vous ait été remis. Ce document est disponible à l'adresse suivante: <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>. Vous pouvez également en obtenir un exemplaire auprès de votre conseiller financier.

Tout investissement dans des produits structurés s'accompagne de risques importants. Pour connaître en détail les risques associés à un investissement dans un produit structuré donné, veuillez lire les documents commerciaux relatifs audit produit. Les produits structurés sont des titres de créancien garantis d'un émetteur donné dont les rendements sont liés à la performance d'actifs sous-jacents. Selon les conditions de l'investissement, l'investisseur peut perdre l'intégralité ou une part substantielle du capital investi en fonction de la performance des actifs sous-jacents. L'investisseur peut aussi perdre l'intégralité du capital investi en cas d'insolvabilité de l'émetteur. UBS ne fournit aucune garantie concernant les engagements, la situation financière des émetteurs ou l'exactitude des informations financières fournies par les émetteurs. Les produits structurés ne sont pas des placements traditionnels, et investir dans ce type de produit ne peut s'apparenter à un investissement direct dans les actifs sous-jacents. Les produits structurés peuvent avoir une liquidité limitée ou nulle, et l'investisseur doit être préparé à détenir l'investissement jusqu'à son échéance. Le rendement des produits structurés peut être plafonné par un gain donné maximal, un taux de participation ou d'autres caractéristiques. Les produits structurés peuvent prévoir une possibilité de rachat anticipé; si un produit structuré fait l'objet d'un rachat anticipé, les investisseurs ne peuvent pas percevoir les fruits de rendements supplémentaires et pourraient ne pas être en mesure de réinvestir dans des instruments similaires à des conditions similaires. Les produits structurés sont soumis à des coûts et à des commissions généralement intégrés dans le prix de l'investissement. Le traitement fiscal d'un produit structuré peut être complexe et différer du traitement fiscal d'un placement direct dans les actifs sous-jacents. UBS et ses collaborateurs ne fournissent pas de conseil fiscal. L'investisseur est invité à consulter son conseiller fiscal afin de connaître sa propre situation fiscale avant toute décision d'investissement.

Information importante relative à la stratégie d'investissement durable: les stratégies d'investissement durable visent à prendre en considération et à intégrer les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans le processus d'investissement et la construction du portefeuille. Les différentes stratégies sur le plan géographique et des styles impliquent des analyses ESG et une intégration des résultats en conséquence. L'intégration de facteurs ESG ou de considérations dictées par l'investissement durable peut entraver la capacité du gestionnaire de portefeuille de saisir certaines opportunités de placement qui seraient sinon conformes à son objectif de placement et à d'autres stratégies de placement traditionnelles. Les rendements d'un portefeuille composé essentiellement d'investissements répondant aux critères ESG ou d'investissements durables peuvent être inférieurs ou supérieurs à ceux des portefeuilles qui ne tiennent pas compte des facteurs ESG, de critères d'exclusion ou d'autres questions liées à l'investissement durable. En outre, dans ces portefeuilles, les opportunités d'investissement disponibles peuvent différer. Les entreprises peuvent ne pas nécessairement satisfaire aux normes de performance élevées pour tous les aspects ESG ou toutes les questions liées aux investissements durables; en outre, il n'existe aucune garantie que les entreprises répondent aux attentes dans le domaine de la responsabilité d'entreprise, du développement durable et/ou de la performance en termes d'impact.

Gérants de fortune indépendants / Conseillers financiers externes: lorsque la présente analyse ou publication est fournie à des gérants de fortune indépendants ou à des conseillers financiers externes, UBS interdit expressément à ces derniers de la redistribuer ou de la mettre à disposition de leur propre clientèle et/ou de tiers.

États-Unis: le présent document est distribué aux US Persons par UBS Financial Services Inc. ou UBS Securities LLC, filiales d'UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd et UBS Menkul Degerler AS sont des filiales d'UBS SA. **UBS Financial Services Inc. assume la responsabilité du contenu d'un rapport préparé par une filiale non américaine lorsqu'elle distribue des documents aux US Persons. Toutes les transactions d'une US Person dans les titres cités dans le présent document doivent être réalisées par un courtier/négociant enregistré aux États-Unis et affilié à UBS et non par le biais d'une filiale non américaine. Le contenu du présent document n'a pas été et ne sera pas approuvé par une autorité pour les instruments financiers ou pour les placements aux États-Unis ou ailleurs. UBS Financial Services Inc. n'agit pas en qualité de conseiller municipal en faveur de sociétés municipales ou de personnes obligées au sens de la Section 15B du Securities Exchange Act (la «Municipal Advisor Rule») et les opinions et les vues exprimées dans le présent document ne doivent pas être interprétées comme un conseil ni ne constituent un conseil, au sens de la Municipal Advisor Rule.**

Afin d'obtenir des informations spécifiques à chaque pays, veuillez visiter le site ubs.com/cio-country-disclaimer-gr ou demander à votre conseiller financier des informations complètes sur les risques.

Version A/2023. CIO82652744

© UBS 2023. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.