

UBS House View

Monthly Letter | 24 avril 2025 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

Toujours exceptionnels?

L'idée d'un exceptionnalisme des États-Unis semble remise en cause. L'incertitude politique a renforcé la volatilité du marché.

Potentiel de rebond

Le S&P 500 devrait, selon nous, se ressaisir au cours de l'année sous l'effet de l'atténuation de l'incertitude liée aux droits de douane et de la baisse probable des taux de la Fed.

Trouver l'équilibre entre risques et opportunités

Les investisseurs doivent envisager une diversification géographique pour un bon équilibre entre les opportunités liées à l'innovation et les risques du marché américain.

Allocation d'actifs

Nous considérons les actions américaines comme « attractives ». Nous apprécions aussi les obligations de qualité et considérons l'or et les hedge funds comme de bons moyens de diversification des portefeuilles.



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management



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



Nos opinions en direct avec questions/réponses

Le prochain live mensuel du CIO se tiendra le 29 avril.

[Cliquez ici pour y participer ou en voir la rediffusion.](#)

Gérer l'exceptionnalisme

L'idée d'un exceptionnalisme des États-Unis, qui a toujours été largement répandue sur les marchés financiers, commence à être remise en cause en 2025.

D'après le Global Investment Returns Yearbook 2025, un investissement d'un dollar en actions américaines réalisé en 1900 valait 2911 dollars en termes réels (autrement dit hors inflation) à fin 2024, contre 194 dollars si ce même dollar avait été investi sur la même période dans des actions non américaines. Entre 2020 et 2024, les actions américaines (MSCI USA) ont surperformé leurs homologues étrangères (MSCI AC World ex-US) de 72 points de pourcentage (pp), sur fond de boom post-pandémie qui s'est traduit par une croissance nominale de 35% environ du PIB des États-Unis, une forte progression des bénéfices des entreprises et des avancées technologiques rapides.

Mais depuis le début de l'année, les actions américaines affichent une sous-performance de quelque 15 pp par rapport à leurs homologues étrangères. Le dollar et les bons du Trésor américain se sont, quant à eux, écartés de leur trajectoire historique et ont perdu du terrain dans le récent contexte de volatilité. La relative pentification de la courbe des taux des bons du Trésor reflète une hausse des primes de risque exigées par les investisseurs pour s'exposer aux obligations souveraines américaines d'échéances longues.

Sur le front économique, l'augmentation des droits de douane devrait davantage affecter les États-Unis que la plupart des autres pays. Et des restrictions supplémentaires pourraient limiter l'activité des multinationales américaines dans le monde. En comparaison des États-Unis, où la situation est compliquée par l'inflation liée aux droits de douane et le déficit budgétaire, l'Europe et la Chine semblent en bonne posture pour engager des mesures de relance monétaire et budgétaire.

Ce rapport a été élaboré par UBS SA.
Veuillez prendre connaissance des informations et avertissements importants à la fin de ce document.



Les entreprises innovantes, nombreuses sur le marché américain des actions, devraient néanmoins rester un moteur clé de la croissance des bénéfices au niveau mondial dans les années à venir. Dans tous les cas, un portefeuille bien diversifié ne saurait faire l'impasse sur la première économie et le marché financier le plus développé au monde. En outre, à court terme, les actifs risqués américains pourraient, selon nous, faire l'objet d'un rebond tactique, comme c'est souvent le cas après les périodes de forte volatilité et de pessimisme des investisseurs.

Nous passerons ici en revue les risques pesant sur l'exceptionnalisme des États-Unis. Nous verrons aussi pourquoi les actifs américains restent incontournables au sein d'un portefeuille mondial bien diversifié et comment les investisseurs peuvent mettre en balance les risques et les opportunités que présentent actuellement les actifs américains.

Les investisseurs sous-exposés aux actions américaines peuvent profiter des récents désengagements pour mettre en place progressivement une exposition stratégique.

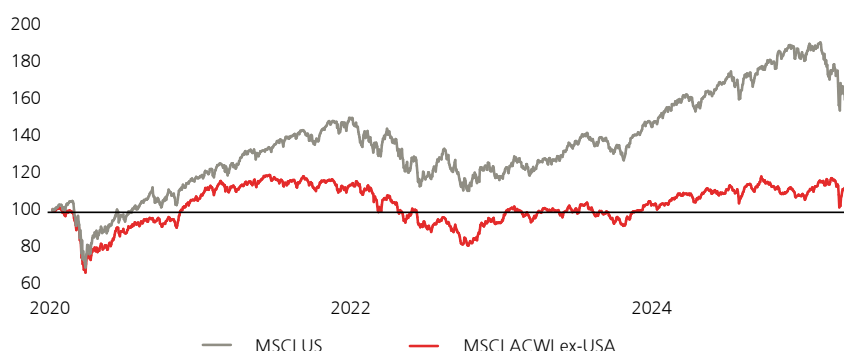
L'évolution actuelle du paysage mondial est l'occasion pour les investisseurs de faire le point sur leur allocation aux différents actifs. En bref, les investisseurs sous-exposés aux actions américaines au début de 2025 devraient, selon nous, profiter des récents désengagements pour prendre progressivement des positions stratégiques sur ces valeurs. Ceux qui y sont excessivement exposés doivent, quant à eux, envisager une diversification à l'échelle mondiale.

Par ailleurs, face à la volatilité à court terme, les investisseurs ont intérêt à profiter des rendements attrayants qu'offrent actuellement les obligations américaines de qualité de manière à s'assurer des revenus durables, et à se diversifier en jouant l'or, les hedge funds et le revenu fixe en dehors des États-Unis. Enfin, bien que le dollar semble survendu à court terme, les investisseurs doivent, selon nous, profiter du moindre rebond pour réduire leur exposition au billet vert (y compris en couvrant leurs actifs libellés en dollars), de manière à améliorer le profil risque/rendement à long terme de leurs portefeuilles.

Figure 1

Après avoir surperformé leurs homologues étrangères depuis le début de la décennie, les actions américaines sous-performent depuis début 2025

MSCI US et MSCI ACWI ex-US, rebasés, 31 décembre 2019 = 100



Source: Bloomberg, UBS, avril 2025

Doutes sur l'exceptionnalisme américain

Les États-Unis ont affiché une croissance économique supérieure à celle des autres pays développés au cours des 25 dernières années.

La hausse des droits de douane devrait ralentir la croissance économique des États-Unis.

La capacité des États-Unis à mettre en œuvre de nouvelles mesures de relance budgétaire et monétaire semble relativement limitée.

Une croissance qui n'a plus rien d'«exceptionnel»

Au cours des 25 dernières années, les États-Unis ont affiché une croissance économique supérieure à celle des autres pays développés, sur fond de solides gains de productivité, de croissance démographique et d'augmentation des investissements. De 2000 à 2024, le PIB réel des États-Unis s'est ainsi inscrit en hausse de quelque 2,2% en moyenne chaque année, contre 1,4% pour la zone euro et 0,7% pour le Japon.

Mais la hausse des droits de douane devrait, selon nous, davantage affecter l'économie américaine que la plupart des autres grandes économies. Dans le cadre de notre scénario de référence, nous tablons désormais sur une croissance américaine de 1,5% en 2025, contre plus de 2% plus tôt cette année. Toujours pour 2025, nous anticipons une croissance de 0,7% pour la zone euro (soit quelque 0,2 pp de moins que ce que nous attendions en début d'année) et de moins de 4% pour la Chine (baisse de 0,5 pp par rapport à nos prévisions initiales).

S'ils sont maintenus, les droits de douane pèseront aussi probablement sur le potentiel de croissance à long terme de l'économie américaine. En effet, outre un effet néfaste sur les échanges commerciaux, la hausse des droits de douane pourrait aussi décourager l'investissement et grever la productivité dans le secteur américain des biens échangeables.

Marge de manœuvre moindre sur le plan monétaire et budgétaire

L'économie américaine s'est mieux comportée que celles des autres pays développés aussi bien après la crise financière mondiale qu'après la pandémie, une surperformance imputable, en partie, à une combinaison efficace associant des mesures de relance tant budgétaire que monétaire. Face à la pandémie, le gouvernement américain avait ainsi injecté quelque 5000 milliards de dollars dans l'économie et la Réserve fédérale (Fed) avait réduit ses taux jusqu'à 0,00-0,25%. Mais aujourd'hui, la capacité du pays à engager de nouvelles mesures de relance monétaire et budgétaire pour répondre au choc actuel est plus limitée.

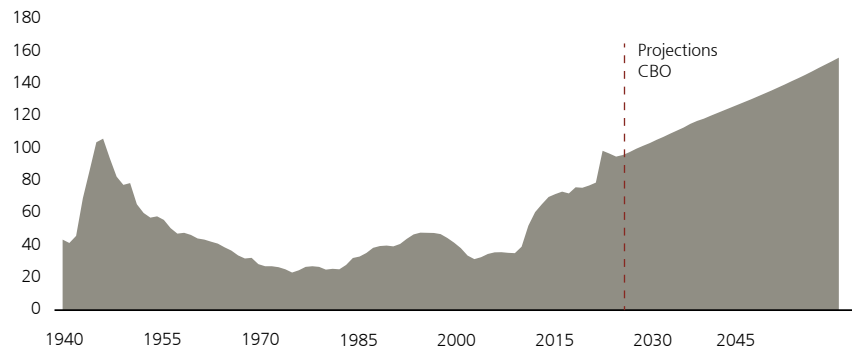
Notre scénario de référence est celui d'une baisse des taux de la Fed de 75 à 100 points de base cette année. Toutefois, à court terme, la marge de manœuvre de la Fed semble relativement limitée. La banque centrale est en effet prise en étau entre les inquiétudes sur la croissance et le risque de résurgence de l'inflation. Son président, Jerome Powell, a dit vouloir s'assurer que la hausse ponctuelle des prix liée à l'augmentation des droits de douane ne s'accompagnera pas d'effets de second tour qui déboucheraient sur une inflation durable. Par conséquent, alors que la Banque centrale européenne, la Banque nationale suisse et la Banque d'Angleterre ont déjà réduit leurs taux cette année, la Fed attendra sans doute le mois de septembre pour faire de même.

Par ailleurs, de nouvelles mesures de relance budgétaire nous semblent peu probables cette année du côté des États-Unis. Les déficits budgétaires du pays ont oscillé entre 5,3 et 6,3% du PIB au cours des trois dernières années. Au regard du ratio dette/PIB, de 123% en décembre 2024, et des inquiétudes croissantes que suscite la trajectoire budgétaire américaine tant à Washington qu'à Wall Street, une augmentation conséquente du déficit budgétaire nous paraît exclue. Dans le cadre de notre scénario de référence, nous tablons sur une prolongation des taux d'imposition réduits introduits en 2017 qui, si elle permettrait d'éviter un resserrement budgétaire, ne donnerait pas pour autant une nouvelle impulsion.

Figure 2

Le ratio dette fédérale/PIB des États-Unis est au plus haut depuis 1946

Dette fédérale détenue par le public (hors dette intragouvernementale), en % du PIB



Source: Congressional Budget Office, UBS, avril 2025

Les perspectives structurelles semblent s'améliorer en dehors des États-Unis.

Déplacement de la croissance?

L'idée d'un exceptionnalisme américain qui a prévalu ces dernières années tient, en partie, aux contraintes structurelles qui ont pesé sur la croissance européenne et chinoise alors que les États-Unis avaient le vent en poupe. Le début de remise en cause de cet exceptionnalisme en 2025 s'explique donc aussi par l'éclaircie qui se profile en Europe et en Chine.

L'évolution récente laisse en effet présager une amélioration des perspectives structurelles en Europe, d'autant plus que les États-Unis semblent renoncer à leur rôle traditionnel de leader sur le plan géopolitique. À cet égard, la décision de l'Allemagne de revenir sur son mécanisme de «frein à l'endettement» a constitué un véritable tournant, marquant une volonté de flexibilité accrue de la politique budgétaire de manière à pouvoir investir dans la défense et les infrastructures. Bien qu'il soit encore trop tôt pour se prononcer à ce sujet, cette évolution pourrait ouvrir la voie à des réformes plus larges dans la zone euro.

Dans le domaine financier par exemple, l'augmentation de la demande mondiale d'«actifs de réserve alternatifs» et la nécessité de faire face à des dépenses militaires plus élevées pourraient amener la zone euro à procéder à des émissions obligataires communes avec, à la clé, un approfondissement des marchés européens des capitaux et un rôle accru de la monnaie unique sur la scène internationale. Le récent rapport Draghi sur la compétitivité de l'Union européenne, qui plaide pour des réformes permettant d'améliorer la productivité, peut faire office de feuille de route à cet égard.

La Chine redouble d'efforts pour atteindre l'autosuffisance.

De son côté, la Chine redouble d'efforts pour renforcer son autosuffisance, encourageant les avancées dans les hautes technologies, l'intelligence artificielle (IA) et les énergies propres. Et ces derniers mois, les autorités chinoises ont officiellement reconnu le rôle clé du secteur privé dans l'innovation technologique.

Le secteur technologique américain a été un moteur de croissance clé de la performance des actions ces dernières années.

Les thèmes de l'intelligence artificielle, de l'énergie et des ressources, et de la longévité nous semblent receler de belles opportunités.

Pourquoi on ne peut pas faire l'impasse sur les États-Unis

Les plus grandes opportunités de croissance au monde

Ces dernières années, la performance du secteur technologique a été l'une des principales sources de l'exceptionnalisme du marché américain des actions. Depuis le lancement de ChatGPT en novembre 2022, les valeurs des 7 Magnifiques ont été à l'origine de près de 60% des gains du S&P 500.

Malgré la hausse des droits de douane et les difficultés économiques de court terme, sur le long terme, l'innovation devrait, selon nous, continuer à tirer la performance du marché américain des actions et, par extension, celle des marchés mondiaux.

Et, grâce à leur capacité d'innovation, les entreprises américaines devraient encore figurer parmi les principaux moteurs de la croissance des bénéfices à l'échelle mondiale. Nous avons identifié trois thèmes, à savoir l'intelligence artificielle (IA), l'énergie et les ressources, et la longévité, qui nous semblent porteurs d'opportunités liées à l'innovation transformationnelle, et qui devraient particulièrement participer à la croissance des bénéfices des entreprises dans les années à venir. Les entreprises américaines pèsent quelque 80% dans le thème de l'IA, un peu plus de 50% dans celui de l'énergie et des ressources, et plus de 70% dans celui de la longévité.

Après la récente correction, ces entreprises sont nombreuses à offrir des valorisations plus attrayantes. Le secteur technologique mondial affiche actuellement un ratio cours/bénéfices à 12 mois d'un peu plus de 20, inférieur d'environ 20% à son pic de l'an dernier.

Les droits de douane auront inmanquablement un impact à court terme, mais il est important d'appréhender la situation en tenant compte du fort potentiel de croissance à plus long terme. Pour la tech, les droits de douane devraient, selon nos estimations, grever les bénéfices par action de 3 à 5% en 2025, mais la croissance des bénéfices des entreprises du secteur devrait tout de même atteindre quelque 15% cette année. Nous anticipons une poursuite des investissements massifs dans l'IA à l'échelle mondiale, avec une augmentation de 60% en 2025 à 360 milliards de dollars, puis de 33% en 2026 à 480 milliards de dollars.

Les entreprises relevant du thème de l'énergie et des ressources se négocient actuellement à 18 fois les bénéfices anticipés, contre un multiple de 23 pour le MSCI ACWI, bien qu'elles soient, selon nous, promises à une croissance des bénéfices plus élevée et plus durable. Au sein de notre portefeuille, plusieurs valeurs du secteur des équipements électriques, qui affichaient une belle performance jusqu'à il y a peu, se négocient aujourd'hui à des niveaux similaires ou inférieurs à la moyenne sectorielle, ce qui nous semble injustifié à l'aune de la plupart des scénarios possibles concernant l'investissement dans les centres de données dédiés à l'IA. À noter que Microsoft et Apple ont toutes deux confirmé leurs prévisions d'investissement dans les infrastructures de centres de données pour 2025.

Pour ce qui est du thème de la longévité, les entreprises américaines restent à la pointe de l'innovation dans le domaine des traitements des maladies métaboliques telles que l'obésité et le diabète, notamment avec les analogues du GLP-1. Les revenus liés aux maladies métaboliques devraient afficher un taux de croissance annuel composé (TCAC) de 12% d'ici à 2030. Le secteur de la santé est l'un des principaux bénéficiaires de l'allongement de la durée de vie, avec un marché qui pourrait atteindre 2200 milliards de dollars d'ici à 2030, selon les estimations d'UBS.

Le revenu fixe américain de qualité reste essentiel pour diversifier les portefeuilles.

Des marchés du revenu fixe d'une grande profondeur

Le revenu fixe américain de qualité restera un moyen incontournable de diversification pour les investisseurs en quête de liquidité, de revenus et de stabilité.

Après l'annonce de droits de douane «réciproques» par le président Trump début avril, les bons du Trésor et les actions ont fait l'objet de désengagements concomitants. Les interrogations sur l'indépendance de la Fed ont aussi alimenté la volatilité ces derniers jours. Toutefois, la «prime de risque» intégrée dans les bons du Trésor ne peut augmenter indéfiniment et nous ne pensons pas que les bons du Trésor américain puissent être assimilés à des «actifs risqués».

En cas de ralentissement marqué de la croissance américaine, les bons du Trésor devraient, selon nous, s'inscrire en forte hausse. Dans le cadre de notre scénario baissier, nous tablons ainsi sur un rendement de 2,5% pour les bons du Trésor à 10 ans (contre 4% dans notre scénario de référence). Par ailleurs, le marché américain reste nettement plus liquide que ses homologues étrangers, et les responsables de la Fed semblent prêts à agir si le bon fonctionnement du marché devait être menacé.

Les actifs risqués américains pourraient se redresser sur le reste de l'année.

Possibilité d'un rebond tactique

Les actifs risqués américains pourraient bénéficier d'un rebond tactique sur le reste de l'année 2025.

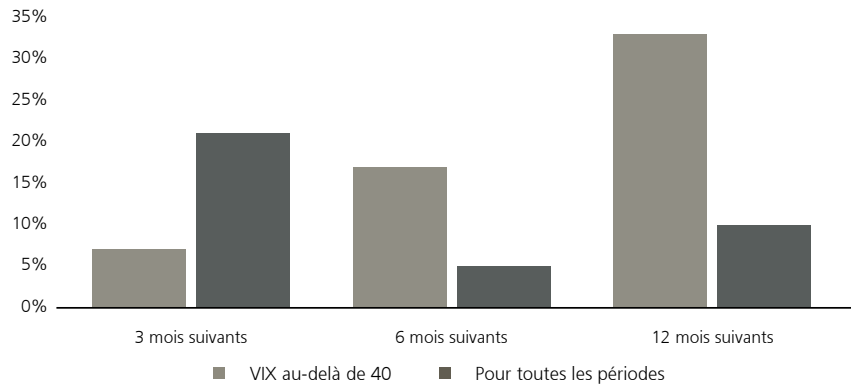
Le revirement de l'administration Trump sur les droits de douane suite aux turbulences qui ont secoué les actions et les obligations reflète une certaine sensibilité aux tensions sur les marchés et confirme, en quelque sorte, l'idée d'un «Trump put». Dans la mesure où de nombreux pays semblent ouverts à des négociations commerciales avec les États-Unis et où l'administration Trump a désormais besoin de faire état de «succès», des accords commerciaux ou des exemptions sectorielles pourraient, selon nous, être annoncés durant la «pause» de 90 jours. De plus, d'après le dernier sondage All-America de CNBC, l'action économique du président Trump est, pour la première fois, désapprouvée par une majorité d'Américains (43% d'approbation contre 55% de désapprobation).

Par ailleurs, le sentiment négatif à l'égard des actions américaines laisse entrevoir la possibilité d'un rebond dans les 12 prochains mois. En mars, l'enquête hebdomadaire de l'American Association of Individual Investors (AAII) a montré que 22% seulement des sondés s'attendaient à une progression des actions dans les 6 mois à venir. Or, l'analyse historique révèle que le S&P 500 a dégagé une performance moyenne de 16% sur les 12 mois suivants lorsque la part des investisseurs anticipant une hausse était inférieure à 25%, contre une performance moyenne de tout juste 9% sur toutes les autres périodes.

Le S&P 500 a également tendance à bien se comporter après les périodes de forte volatilité. Bien que chaque situation soit différente, l'analyse des données depuis 1990 montre que les niveaux de VIX supérieurs à 40 ont été suivis d'une performance moyenne du S&P 500 de plus de 30% sur un an. Or, le VIX a grimpé jusqu'à 60 début avril.

Figure 3

Les niveaux de VIX élevés sont généralement suivis d'une belle performance du S&P 500
Performance moyenne du S&P 500 après des niveaux de VIX supérieurs à 40 vs. toutes les autres périodes, données depuis 1990



Source: Bloomberg, UBS, avril 2025

Opinions de placement: trouver le bon équilibre entre risques et opportunités

Les investisseurs faiblement exposés aux actions américaines en début d'année devraient profiter de la volatilité pour accroître leur allocation à ces dernières.

Faire abstraction de la volatilité et mettre en place une exposition stratégique
Les entreprises américaines étant appelées à rester des moteurs clés de la croissance des bénéfices à l'échelle mondiale, les investisseurs qui présentaient une faible exposition stratégique aux actions américaines en début d'année ont, selon nous, intérêt à profiter de la volatilité actuelle pour renforcer leurs positions. Nous attendons le S&P 500 à 5800 à fin 2025 sur fond d'atténuation de l'incertitude liée aux droits de douane, de baisse des taux de la Fed et de réorientation de l'attention des investisseurs vers les perspectives de rebond de la croissance des bénéfices en 2026. Les stratégies d'investissement progressif ou de préservation du capital nous semblent être un bon moyen de s'exposer à la croissance à long terme tout en gérant les risques de *timing* à court terme.

Nous avons aussi identifié 20 entreprises américaines de qualité relevant de divers secteurs, caractérisées par des modèles d'affaires solides, et qui, après la récente correction, nous paraissent porteuses dans une perspective de relativement long terme. Nous avons par ailleurs toujours une forte conviction sur les opportunités liées à l'innovation transformationnelle qu'offrent les thèmes de l'IA, de l'énergie et des ressources, et de la longévité.

L'Europe et l'Asie offrent des opportunités de diversification.

Les investisseurs déjà suffisamment exposés ou surexposés aux actions américaines ont, pour leur part, intérêt à se diversifier en se tournant vers l'Europe et l'Asie. En Europe, notre thème «Six façons d'investir en Europe» se concentre sur des champions défensifs susceptibles de bénéficier de la volatilité accrue, de la probable augmentation des dépenses militaires et d'une relance budgétaire. En Asie, nous privilégions les marchés indien et taïwanais.

Gérer la volatilité en jouant le revenu fixe, l'or et les hedge funds

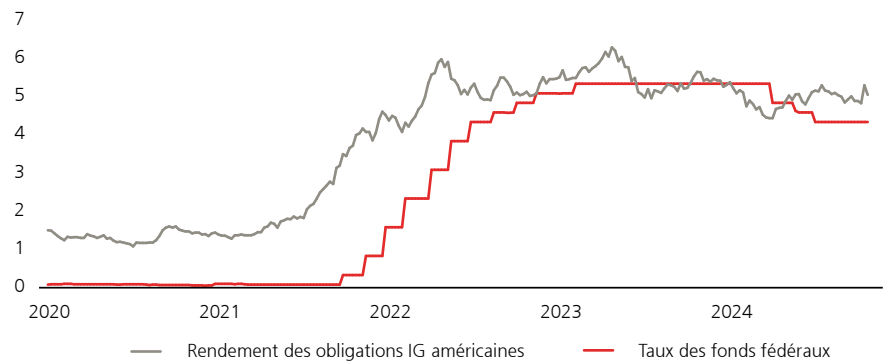
Le contexte actuel de rendements obligataires relativement élevés, de pentification de la courbe des taux et de probable ralentissement de la croissance économique, est l'occasion pour les investisseurs de se défaire de leurs liquidités au profit d'obligations

de haute qualité et de portefeuilles obligataires diversifiés de manière à profiter du niveau actuel des rendements, à atténuer la volatilité globale du portefeuille et à bénéficier de revenus supplémentaires conséquents. Dans notre scénario de référence, nous tablons sur un rendement des bons du Trésor à 10 ans de 4,0% en fin d'année. Ce rendement pourrait cependant se limiter à 2,5% dans un scénario d'atterrissage brutal.

Figure 4

Le rendement des titres investment grade (IG) américains reste attrayant

Rendement des titres IG américains (1 à 10 ans) avec taux effectif des fonds fédéraux, en %



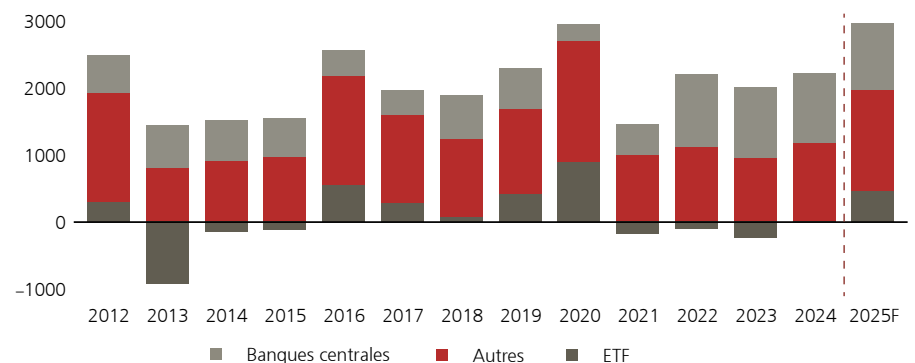
Source: Bloomberg, UBS, avril 2025

Les investisseurs doivent se souvenir que la corrélation à long terme entre les obligations et les actions n'est pas gravée dans le marbre et que le schéma de corrélation systématiquement négative entre les actions et les obligations qui a prévalu une bonne partie des années 1990, 2000 et 2010 n'a sans doute plus cours. Dans ces conditions, la diversification au travers d'actifs alternatifs tels que les hedge funds et l'or semble plus essentielle que jamais.

Figure 5

La forte demande des banques centrales et les achats des ETF soutiennent les prix de l'or

Demande d'or selon différents acheteurs, avec prévisions UBS, en tonnes



Source: Conseil mondial de l'or, UBS, avril 2025

Le dollar américain a subi des ventes massives, mais il pourrait se stabiliser à court terme.

L'or brille particulièrement depuis le début de 2025. Les prix du métal jaune ont été soutenus par la récente augmentation des achats des ETF (*exchange-traded funds*), venus s'ajouter à ceux des banques centrales. Pour l'heure, nous attendons l'or à 3500 dollars l'once en fin d'année. Cependant, si l'incertitude politique devait se prolonger aux États-Unis et donner ainsi lieu à une demande accrue d'actifs «refuges», il pourrait grimper jusqu'au niveau que nous anticipons dans le cadre de notre scénario négatif (scénario macroéconomique défavorable), soit 3800 dollars l'once.

Réduire l'exposition au dollar

Après sa récente baisse, le dollar américain pourrait, selon nous, se stabiliser à court terme, d'autant plus que la Fed semble hésiter à abaisser ses taux alors que les autres banques centrales réduisent les leurs face à la détérioration des perspectives de croissance. De plus, en l'absence d'accentuation de l'incertitude politique aux États-Unis, les niveaux actuels du dollar ne nous paraissent guère justifiés. Ils nous semblent davantage correspondre à une situation de net ralentissement de l'économie américaine.

À moyen terme, le billet vert devrait toutefois renouer avec une trajectoire baissière à mesure que l'attention se focalisera sur l'essoufflement de l'activité économique aux États-Unis plus marqué que dans d'autres pays, et le niveau élevé des déficits jumeaux. Lorsque la Fed commencera à réduire ses taux, les investisseurs internationaux seront également susceptibles de renforcer leurs couvertures contre le risque de change, générant ainsi une pression supplémentaire sur le dollar. Nous préférons ainsi profiter de la moindre appréciation du dollar américain à court terme pour réduire notre allocation au billet vert au profit du yen, de l'euro, de la livre sterling et du dollar australien. Il peut également être intéressant de vendre le potentiel haussier du dollar en vue d'un surcroît de rendement.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Principaux messages

S'assurer des revenus durables

Les rendements obligataires restant élevés malgré la nette augmentation des risques pesant sur la croissance, les investisseurs ont là une belle occasion de s'assurer des revenus durables. Avec leur profil risque/rendement attrayant et la protection qu'elles peuvent offrir en cas de repli du marché, les obligations de haute qualité et investment grade sont particulièrement intéressantes à cet égard. L'élargissement des écarts améliore les perspectives pour le crédit risqué. Toutefois, la visibilité économique étant limitée, nous préférons miser sur des stratégies de revenu diversifiées, jouant notamment les prêts senior, le crédit privé, les actions porteuses de revenus et le crédit de haute qualité.

Gérer les risques politiques

L'or continue de flirter avec des niveaux records, confirmant son statut de bouclier contre les risques géopolitiques et politiques. Nous avons relevé notre objectif de cours à 3500 dollars l'once d'ici début 2026. Le prix du métal jaune est soutenu tout autant par le repli vers les valeurs refuges que par les achats structurels. Nous privilégions les achats sur repli et un positionnement défensif pour protéger les gains. Pour les investisseurs qui souhaitent protéger leurs gains tout en restant exposés à une éventuelle hausse, les stratégies actions assorties de mécanismes de préservation du capital peuvent être intéressantes. L'argent peut faire office de placement complémentaire, ses prix, à l'instar de ceux de l'or, étant appelés à grimper sous l'effet de l'augmentation de la demande d'investissement.

Investir progressivement dans des actions

Malgré la probable persistance de la volatilité à court terme, les actions devraient, selon nous, bénéficier d'une amélioration du sentiment et progresser d'ici la fin de l'année, sur fond d'accords commerciaux permettant une réduction des droits de douane, de baisse des taux et d'éventuelles mesures de relance budgétaire. Pour faire face à la volatilité à court terme et se positionner dans la perspective d'une hausse à plus long terme, les investisseurs peuvent investir progressivement dans des actions américaines ou des portefeuilles équilibrés, ou encore recourir à des stratégies de préservation du capital.

Saisir les opportunités créées par la correction

La récente volatilité a créé des opportunités sur certains marchés et parmi les actions. En effet, plusieurs sociétés offrant de bonnes perspectives à long terme affichent désormais des valorisations intéressantes. Aux États-Unis, nous avons identifié 20 entreprises de qualité relevant de divers secteurs, caractérisées par des modèles d'affaires solides, qui nous paraissent porteuses dans une perspective de long terme. En Europe, notre thème «Six façons d'investir en Europe» se concentre sur des champions défensifs susceptibles de bénéficier de la volatilité accrue, de la probable augmentation des dépenses militaires et d'une relance budgétaire. En Asie, nous privilégions les marchés indien et taiwanais.

Profiter des hausses du dollar pour le vendre

Après sa récente baisse, le dollar américain pourrait, selon nous, se stabiliser à court terme dans la mesure où la Fed hésite à abaisser ses taux alors que les autres banques centrales ont déjà réduit les leurs face à la détérioration des perspectives de croissance. À notre avis, les niveaux actuels du dollar ne seraient justifiés qu'en cas de dégradation marquée de l'activité économique aux États-Unis ou de forte hausse de l'incertitude politique. À moyen terme, le billet vert devrait cependant renouer avec sa tendance baissière sur fond de ralentissement de l'économie américaine et de focalisation des investisseurs sur l'ampleur des déficits américains. Nous préférons donc profiter de la moindre appréciation du dollar américain à court terme pour réduire notre allocation au billet vert au profit du yen, de l'euro, de la livre sterling et du dollar australien.

Investir dans l'innovation transformationnelle

Les thèmes liés aux opportunités d'innovation transformationnelle, à savoir l'intelligence artificielle, l'énergie et les ressources, et la longévité nous semblent toujours porteurs à long terme. La volatilité récente a pesé sur les secteurs relevant de ces thèmes, offrant aux investisseurs de long terme l'occasion de se positionner sur ces secteurs appelés, selon nous, à dégager l'une des croissances les plus rapides au monde. Les stratégies d'investissement progressif ou celles assorties de mécanismes de préservation du capital peuvent permettre d'atténuer les risques à court terme. Le contexte actuel recèle de bonnes opportunités pour les investisseurs axés sur la durabilité, en particulier dans l'énergie et la santé compte tenu de l'intérêt porté à la sécurité énergétique et l'amélioration de la santé au niveau mondial.

Se diversifier au travers de placements alternatifs

Se diversifier en misant sur plusieurs produits alternatifs est essentiel en période d'incertitude accrue sur les marchés. Au niveau des hedge funds, notre préférence va aux stratégies *low net equity long/short*, aux stratégies macro et aux fonds multi-stratégies. Sur les marchés privés, nous privilégions le crédit privé, les *buyouts* orientés *value* et le marché secondaire, notamment pour les infrastructures. Les logiciels, la santé et le climat nous semblent être les thèmes les plus porteurs. Les perspectives nous semblent également prometteuses pour les actifs de qualité dans l'immobilier résidentiel et commercial mondial, en particulier dans l'immobilier logistique, les centres de données et le logement collectif.

Renforcer les positions de base

Les périodes de forte volatilité peuvent rapidement mettre en évidence les pans du portefeuille qui ne sont plus alignés sur les objectifs de long terme. Nous recommandons généralement aux investisseurs de se doter d'un portefeuille de base (*core*) bien diversifié entre classes d'actifs, régions et secteurs, visant à faire fructifier progressivement les avoirs au fil du temps. Ces positions de base peuvent être complétées par des placements «satellites» effectués au gré des opportunités. Ainsi, l'investisseur peut rester axé sur ses objectifs de long terme, même lorsque les marchés et les investissements «satellites» subissent un regain de volatilité.

Prévisions mondiales

Économie

PIB réel, en glissement annuel, en %

| | 2024e | 2025e | 2026e |
|-------------------|-------|-------|-------|
| États-Unis | 2,8 | 1,5 | 0,8 |
| Canada | 1,2 | 2,0 | 2,0 |
| Japon | 0,1 | 0,8 | 0,3 |
| Zone euro | 0,8 | 0,7 | 1,0 |
| Royaume-Uni | 1,1 | 0,8 | 1,1 |
| Suisse | 1,3 | 0,7 | 1,6 |
| Australie | 1,0 | 1,9 | 2,0 |
| Chine | 5,0 | 3,4 | 3,0 |
| Inde | 6,5 | 6,0 | 6,4 |
| Marchés émergents | 4,4 | 3,5 | 3,5 |
| Monde | 3,3 | 2,5 | 2,5 |

Inflation (IPC moyen), en glissement annuel, en %

| | 2024e | 2025e | 2026e |
|-------------------|-------|-------|-------|
| États-Unis | 3,0 | 3,2 | 3,8 |
| Canada | 2,4 | 2,2 | 2,1 |
| Japon | 2,7 | 3,0 | 1,2 |
| Zone euro | 2,4 | 2,1 | 1,9 |
| Royaume-Uni | 2,5 | 3,0 | 2,0 |
| Suisse | 1,1 | 0,2 | 0,5 |
| Australie | 3,2 | 2,4 | 2,5 |
| Chine | 0,4 | -0,6 | -0,5 |
| Inde | 4,6 | 4,0 | 4,2 |
| Marchés émergents | 8,1 | 3,8 | 3,0 |
| Monde | 5,7 | 3,3 | 2,8 |

Source: Bloomberg, UBS, 24 avril 2025. Les prévisions les plus récentes peuvent être consultées dans les *Global forecasts*, publiées toutes les semaines.

Classes d'actifs

| | Comptant | Juin 2025 | Déc. 2025 |
|--------------------|----------|-----------|-----------|
| Actions | | | |
| S&P 500 | 5376 | 5500 | 5800 |
| Eurostoxx 50 | 5099 | 5000 | 5200 |
| FTSE 100 | 8403 | 8200 | 8500 |
| SMI | 11809 | 12000 | 12200 |
| MSCI Asia ex-Japan | 706 | 678 | 712 |
| MSCI China | 71 | 68 | 70 |
| Topix | 2584 | 2500 | 2600 |
| MSCI EM | 1096 | 1050 | 1100 |
| MSCI AC World | 968 | 980 | 1030 |
| Monnaies | | | |
| EURUSD | 1,14 | 1,14 | 1,16 |
| GBPUSD | 1,33 | 1,36 | 1,38 |
| USDCHF | 0,83 | 0,83 | 0,82 |
| USDCAD | 1,38 | 1,40 | 1,38 |
| AUDUSD | 0,64 | 0,64 | 0,68 |
| EURCHF | 0,94 | 0,95 | 0,95 |
| NZDUSD | 0,60 | 0,60 | 0,62 |
| USDJPY | 143 | 144 | 140 |
| USDCNY | 7,30 | 7,30 | 7,20 |

| | Comptant | Juin 2025 | Déc. 2025 |
|----------------------------------|----------|-----------|-----------|
| Rendements, en % | | | |
| Bons du Trésor 2 ans USD | 3,87 | 4,00 | 3,75 |
| Bons du Trésor 10 ans USD | 4,38 | 4,25 | 4,00 |
| Eidg. 2 ans CHF | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Eidg. 10 ans CHF | 0,47 | 0,50 | 0,50 |
| Bund 2 ans EUR | 1,75 | 2,00 | 2,00 |
| Bund 10 ans EUR | 2,50 | 2,50 | 2,50 |
| Gilts 2 ans GBP | 3,92 | 3,75 | 3,50 |
| Gilts 10 ans GBP | 4,55 | 4,00 | 4,00 |
| Obl. souv. japonaises 2 ans JPY | 0,70 | 0,70 | 0,80 |
| Obl. souv. japonaises 10 ans JPY | 1,34 | 1,20 | 1,20 |
| Matières premières | | | |
| Brent, USD/baril | 66,1 | 68 | 68 |
| Or, USD/once | 3288 | 3500 | 3500 |

Source: Bloomberg, UBS, 24 avril 2025. Les prévisions les plus récentes peuvent être consultées dans les *Global forecasts*, publiées toutes les semaines.

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 opinions de l'UBS Chief Investment Office («CIO») sont préparées et publiées par Global Wealth Management, une division d'UBS Switzerland AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse), ou ses filiales («UBS»), qui fait partie d'UBS Group SA («Groupe UBS»). Le Groupe UBS comprend l'ancien Credit Suisse AG, ses filiales, ses succursales et ses sociétés affiliées. Un disclaimer supplémentaire relatif à Credit Suisse Wealth Management figure à la fin de cette section.

Les opinions de placement ont été préparées conformément aux dispositions légales visant à promouvoir **l'indépendance de la recherche financière**.

Informations génériques sur la recherche financière et les risques:

Ce document vous est adressé à **titre d'information uniquement**. Il ne constitue ni une incitation, ni une offre d'achat ou de vente de quelque placement ou produit que ce soit. L'analyse présentée dans ce document ne constitue en aucun cas une recommandation personnelle. De même, elle ne prend nullement en compte les objectifs de placement, les stratégies de placement, la situation financière et les besoins propres à un destinataire particulier. Cette analyse repose sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Certains services et produits peuvent 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, aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient (à l'exception des déclarations concernant UBS). Toutes les informations, opinions, prévisions, estimations et cours cités dans ce document sont valables à la date de publication dudit document et sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Ces opinions peuvent se révéler différentes ou contraires à celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS du fait d'hypothèses et de critères différents.

Ce document (y compris les prévisions, valeurs, indices et montant qu'il contient («Valeurs»)) ne peut en aucun cas être utilisé aux fins suivantes: (i) valorisation ou comptabilisation; (ii) détermination de montants dus ou exigibles, de prix ou de la valeur d'un instrument financier ou d'un contrat financier; ou (iii) mesure de la performance d'un instrument financier quelconque, notamment, mais sans pour autant s'y limiter, à des fins de suivi du rendement ou de la performance d'une ou plusieurs valeurs, de détermination de l'allocation d'actifs d'un portefeuille, ou d'évaluation de commissions. Dès lors que vous avez reçu ce document et pris connaissance des informations qu'il contient, il sera considéré que vous garantissez à UBS que vous n'utiliserez pas ledit document ni lesdites informations à l'une quelconque des fins susmentionnées. UBS et ses administrateurs ou collaborateurs peuvent être autorisés à détenir à tout moment des positions longues ou courtes dans les instruments de placement ci-mentionnés, à réaliser des transactions impliquant des instruments de placement à titre de commettant ou d'agent, ou à fournir tout autre service ou à avoir des agents qui font office d'administrateurs, soit pour l'émetteur, l'instrument de placement lui-même ou pour toute entreprise associée sur le plan commercial ou financier auxdits émetteurs. À 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 difficiles à réaliser pour cause de manque de liquidité de la valeur, il vous sera difficile d'évaluer le placement et de quantifier les risques auxquels vous vous exposez. UBS s'appuie sur des barrières d'information pour contrôler le flux d'informations entre l'un ou plusieurs secteurs d'activité d'UBS et d'autres secteurs, unités, groupes ou sociétés affiliées à 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 préjugent pas des performances futures. 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 pourriez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les fluctuations 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 ou tout autre personne aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières.

Différents domaines, groupes et personnels au sein du Groupe UBS peuvent rédiger et distribuer des produits d'analyse distincts, **indépendamment les uns des autres**. Par exemple, les publications de recherche du **CIO** sont produites par UBS Global Wealth Management. L'**UBS Global Research** est produite par UBS Investment Bank. **Les méthodologies de recherche et les systèmes de notation de chaque organisme de recherche peuvent différer**, par exemple, en termes de recommandations d'investissement, d'horizon d'investissement, d'hypothèses de modèle et des modèles d'évaluation. Par conséquent, à l'exception de certaines prévisions économiques (pour lesquelles UBS CIO et UBS Global Research peuvent collaborer), les recommandations d'investissement, les notations, les objectifs de prix et les évaluations fournis par chacune des entités d'analyse peuvent varier et différer entre eux. Nous vous invitons à vous reporter à chaque produit de recherche concerné pour obtenir de plus amples informations sur sa méthodologie et son système de notation. Tous les clients n'ont pas forcément accès à tous les produits de chaque entité. Chaque produit de recherche est assujéti aux politiques et procédures de l'entité qui le produit.

La rémunération du ou des analyste(s) ayant préparé ce rapport est exclusivement déterminée par les cadres dirigeants du service d'analyse et par la direction (hors investment banking). La rémunération des analystes ne repose pas sur les revenus d'investment banking, de vente et négoce ou de négoce pour compte propre; toutefois, la rémunération peut avoir un lien avec les revenus globaux du Groupe UBS, lesquels incluent des services d'investment banking, des activités de vente et négoce et des revenus de négoce pour compte propre.

La fiscalité dépend de la situation personnelle 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 spécifiques d'investissement de chacun de nos clients particuliers, ni de leur situation financière ou de leurs besoins personnels, nous recommandons aux particuliers 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 une copie de celui-ci ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. Sauf disposition contraire convenue par écrit, UBS interdit expressément la distribution et la remise de ce document à un tiers pour quelque motif que ce soit. UBS décline toute responsabilité en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondée sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la législation en vigueur. Pour obtenir des informations sur la manière dont le CIO gère les conflits et assure l'indépendance de ses opinions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et de notation, veuillez consulter 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 document, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

Informations importantes sur les stratégies Sustainable Investing: les stratégies axées sur les placements durables visent à tenir compte et à intégrer les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans le processus d'investissement et de construction du portefeuille. Les différentes stratégies régionales mènent une analyse ESG et intègrent ses conclusions de diverses manières. La prise en compte de facteurs ESG ou de critères d'investissements durables peut empêcher UBS d'exploiter certaines opportunités d'investissement ou d'apporter un conseil les concernant, même si elles répondent par ailleurs aux objectifs de placement du Client. Le rendement d'un portefeuille intégrant des facteurs ESG ou des critères d'investissements durables peut être inférieur ou supérieur à celui de portefeuilles pour lesquels UBS ne prend pas en considération les facteurs ESG, les exclusions ou d'autres questions liées à la durabilité, et les opportunités de placement qui s'offrent à ces portefeuilles peuvent différer.

Gérants de fortune indépendants/Conseillers financiers externes: lorsque qu'une analyse ou une publication est fournie à des gérants de fortune indépendants ou à des conseillers financiers externes, UBS en interdit expressément la redistribution ou la mise à disposition aux clients desdits gérants et conseillers et/ou à des tiers.

États-Unis: le présent document est distribué aux US Persons uniquement 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.

Disclaimer supplémentaire relatif à Credit Suisse Wealth Management

Vous recevez ce document en qualité de client de Credit Suisse Wealth Management. Vos données personnelles seront traitées conformément à la déclaration de confidentialité de Credit Suisse, accessible depuis votre lieu de domicile sur le site Internet officiel de Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Pour vous fournir des supports marketing concernant leurs produits et services, UBS Group AG et ses filiales peuvent traiter vos données personnelles de base (coordonnées telles que nom, adresse e-mail) tant que vous ne demandez pas à ne plus les recevoir. Vous pouvez décider à tout moment de ne plus recevoir de tels supports en le demandant à votre relationship manager.

Sauf mention spécifique dans le présent rapport et/ou selon l'entité Credit Suisse locale qui vous l'a envoyé, celui-ci est distribué par UBS Switzerland AG, une société autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Version D/2024. CIO82652744

© UBS 2025. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.