Year Ahead 2025

La prochaine étape pour les années folles

Chief Investment Office GWM | Analyse financière

UBS

Year Ahead 2025 – UBS House View

Ce rapport a été préparé par UBS AG, UBS AG London Branch, UBS Switzerland AG, UBS Financial Services Inc. (UBS FS), UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch et UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd.

Voir le disclaimer important en fin de document.

Préambule

Bienvenue dans le *Year Ahead 2025*

Chers lecteurs,

Nous approchons du milieu d'une décennie qui s'est, jusqu'à présent, caractérisée par une hausse des marchés des actions, une solide croissance de l'économie et des avancées technologiques majeures. Mais cette première partie de la décennie a aussi été marquée par une pandémie mondiale, le déclenchement de conflits et nombre de problèmes sociétaux.

Dans ce *Year Ahead*, nous nous penchons sur les principaux développements qui devraient, selon nous, façonner la prochaine étape de ces «années folles» que nous vivons depuis le début de la décennie, notamment le changement politique aux États-Unis, la baisse des taux d'intérêt, ainsi que l'innovation transformationnelle dans les domaines de l'intelligence artificielle, de l'énergie et des ressources.

Nous restons fidèles à notre engagement de vous fournir des analyses et des prévisions éclairées pour vous permettre d'aborder au mieux le présent et l'avenir. Nous nous réjouissons d'ores et déjà de vous accompagner dans l'année à venir et de vous aider à saisir les opportunités qui vous permettront d'atteindre vos objectifs financiers.

Nous vous remercions pour votre confiance.

Avec nos meilleures salutations,

Rob Karofsky
Co-président, Global Wealth Management
et président, UBS Americas

Iqbal Khan
Co-président, Global Wealth Management
et président, UBS Asia Pacific

08

Introduction

09 La prochaine étape

12 Rétrospective de l'année 2024

13

Perspectives

14 Perspectives économiques

18 Trump président: quelles implications pour les marchés?

21

Comment investir?

22 Se positionner dans la perspective d'une baisse des taux

26 Profiter du potentiel haussier qu'offrent encore les actions

30 Saisir l'opportunité que représente l'intelligence artificielle

33 Investir dans l'énergie et les ressources

35 Vendre le dollar à la hausse

37 Miser sur l'or

39 C'est le moment de s'intéresser à l'immobilier

41

La décennie à venir

42 Dette

43 Démondialisation

44 Démographie

45 Décarbonation

46 Digitalisation

47 Prévisions par classe d'actifs

50

Quel positionnement pour l'avenir?

52 Faire travailler les liquidités

53 Renforcer les positions de base

54 Se diversifier au travers de placements alternatifs

55 Optimiser l'effet de levier

56 Opter pour une approche active

57 Miser sur la durabilité

58

Prévisions

59 Croissance et inflation

60 Classes d'actifs

La prochaine étape pour les années folles

Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Depuis le début des années 2020, les marchés mondiaux des actions ont gagné quelque 50%, le PIB nominal des États Unis a progressé de plus de 30%, et les bénéfices des entreprises américaines se sont inscrits en hausse de près de 70%, le tout malgré des confinements mondiaux sans précédent induits par la pandémie, le déclenchement de conflits en Europe de l'Est et au Moyen-Orient et une hausse des taux d'intérêt et de l'inflation inédite depuis plusieurs décennies.

Face à ce début de décennie marqué par une forte croissance économique, de bonnes performances boursières et une amélioration de la productivité, d'aucuns n'ont pas hésité à parler d'«années folles».

Alors que l'on s'approche du milieu de la décennie, les implications du résultat de l'élection américaine sont au centre de l'attention, la question étant notamment de savoir si le changement politique aux États-Unis s'accompagnera d'une poursuite des années folles ou s'il en sonnera plutôt le glas.

Le scénario optimiste est celui d'une diminution de la fiscalité, d'une dérégulation et d'accords commerciaux qui alimenteraient la hausse des marchés sur fond de croissance solide et d'investissements continus dans l'intelligence artificielle (IA). A contrario, dans un scénario pessimiste, l'augmentation des droits de douane, des déficits budgétaires et des tensions géopolitiques contribuerait à une reprise de l'inflation, à un ralentissement de la croissance et à une volatilité des marchés.

Dans tous les cas, l'imprévisibilité qui a primé ces quatre dernières années invite à l'humilité et à la diversification. Toutefois, elle souligne aussi la capacité d'adaptation de l'économie, la puissance de l'innovation et le potentiel de hausse des marchés sur le long terme.

Dans ce *Year Ahead 2025*, nous proposons des stratégies de placement pour aider les investisseurs à tirer parti des opportunités et à gérer les risques alors que la décennie aborde une nouvelle étape.

Quelles sont les implications pour les investisseurs?
Dans le cadre de notre scénario de référence, nous anticipons de nouvelles réductions des taux des banques centrales l'an prochain et, partant, une diminution de la rémunération des liquidités. Les investisseurs doivent donc *se positionner en vue de cette baisse des taux* en faisant travailler leurs liquidités. À cet effet, ils peuvent miser sur des obligations de qualité investment grade, des stratégies obligataires diversifiées et des stratégies misant sur des actions porteuses de revenus pour maintenir le revenu de leur portefeuille.

Nous restons par ailleurs persuadés *que l'intelligence artificielle* s'imposera comme l'opportunité de placement de la décennie. Les investisseurs qui souhaitent s'y exposer peuvent miser à la fois sur des méga-capitalisations cotées et sur des entreprises privées novatrices. L'augmentation de la demande d'électricité et les objectifs de décarbonation devraient également s'accompagner d'opportunités à long terme au niveau des entreprises des segments de *l'énergie et des ressources*.

Les actions *nous semblent encore receler un bon potentiel haussier*. Les marchés étant soutenus par la baisse des taux, la solidité de la croissance et les innovations transformationnelles, le S&P 500 devrait, selon nos estimations, atteindre 6600 d'ici à fin 2025, soit une progression de quelque 10% par rapport à ses niveaux actuels. L'incertitude relative aux droits de douane et à la situation géopolitique devrait attiser à la volatilité des marchés européen et chinois l'an prochain.

> La baisse de la rémunération des liquidités attendue en 2025 est l'occasion de renforcer l'exposition aux actions et aux obligations.

La question des droits de douane a, certes, de quoi inquiéter, mais elle ne doit pas pour autant éclipser les opportunités en dehors des États-Unis. Ainsi, une exposition diversifiée à l'Asie hors Japon nous semble intéressante. Les exportations coréennes et taïwanaises, essentielles aux chaînes d'approvisionnement mondiales, devraient être relativement peu affectées par une augmentation des droits de douane dans la mesure où elles portent sur des biens non substituables. L'Inde devrait également offrir des opportunités sur fond de forte croissance de son économie. Nous restons par ailleurs optimistes à l'égard des actions chinoises du secteur de l'Internet susceptibles de bénéficier d'éventuelles mesures de relance. En Europe, nous privilégions les petites et les moyennes capitalisations de la zone euro ainsi que les valeurs suisses de qualité assorties de dividendes élevés.

Au niveau des monnaies, les réductions d'impôts, les restrictions à l'immigration et l'augmentation des droits de douane sont autant d'éléments qui devraient soutenir le dollar à court terme. Toutefois, si le billet vert pourrait continuer à faire preuve de vigueur pendant quelque temps encore, il n'en demeure pas moins surévalué selon nous. Les investisseurs devraient donc profiter de toute nouvelle hausse *pour le vendre*.

Concernant les matières premières, nous tablons sur de nouveaux records pour *l'or* et sur une hausse des prix des «métaux de la transition» tels que le cuivre, le lithium et le nickel. S'agissant de *l'immobilier* résidentiel et commercial, les perspectives nous semblent positives à l'échelle mondiale au regard de l'offre limitée face à une demande qui ne cesse de croître.

> Se positionner sur les opportunités de court terme dans le cadre d'un plan stratégique bien conçu peut permettre de construire un portefeuille résilient et rentable.

Une réflexion stratégique
Outre certaines idées spécifiques que nous développons dans ce *Year Ahead*, nous évoquons également certains positionnements stratégiques afin d'aider les investisseurs à planifier et à améliorer leurs portefeuilles dans une perspective de long terme.

Nous recommandons ainsi de faire travailler les liquidités, de renforcer les positions de base, de se diversifier au travers de placements alternatifs, d'optimiser l'effet de levier, d'opter pour une approche de placement active et de miser sur la durabilité.

En se positionnant judicieusement sur des opportunités de court terme dans le cadre d'un plan stratégique bien pensé, les investisseurs seront en mesure de construire des portefeuilles résilients et rentables. À l'approche du milieu de cette décennie de transformation particulièrement dynamique, nous vous présentons nos meilleurs vœux et vous souhaitons une année prospère et pleine de succès.

Pour en savoir plus sur notre *Year Ahead 2025*, rendez-vous sur ubs.com/yearahead

Rétrospective de l'année 2024

Croissance
Nous avions anticipé un ralentissement de la croissance en 2024, mais écarté l'hypothèse d'une récession. La croissance a finalement été supérieure à nos attentes. Alors que nous avions tablé sur une croissance de 1,1% pour les économies développées en 2024, elle devrait finalement s'inscrire à 1,7% sous l'effet, notamment, de la solide dynamique de l'économie américaine. La croissance des pays émergents devrait aussi quelque peu dépasser nos prévisions (4,4% contre 3,9%).

Inflation et taux
En 2024, l'inflation a ralenti plus lentement qu'en 2023 tout en continuant à se rapprocher des cibles des banques centrales. Nous avions anticipé une réduction de 50 points de base (pb) des taux de la Réserve fédérale (Fed) en 2024. Dans les faits, la banque centrale américaine a déjà abaissé ses taux de 75 pb, et une nouvelle coupe de 25 pb nous semble possible d'ici à la fin de 2024.

Obligations
Nous avions prévu une performance positive pour les obligations de qualité et un recul du rendement des bons du Trésor américain à 10 ans à 3,5% à fin 2024. À fin septembre, il était retombé à 3,6%. Depuis, les rendements ont toutefois augmenté à la faveur de la solidité des indicateurs de croissance et des anticipations de hausse de l'inflation sous la nouvelle administration américaine. Le rendement à 10 ans s'établit ainsi à 4,4% à l'heure de la rédaction de ces lignes. Les obligations investment grade ont dégagé une performance de près de 3% depuis le début de l'année.

Actions
Nous avions anticipé une performance positive des actions en 2024 et préconisé de miser sur des entreprises de qualité, y compris du secteur technologique. Les résultats ont dépassé nos attentes, le MSCI AC World affichant une progression de 15,9% depuis le début de l'année (performance en dollars américains). Les indices MSCI AC World Quality et MSCI AC World Technology ont, quant à eux, gagné respectivement 18% et 27,3% depuis le début de 2024.

Monnaies
Concernant les monnaies, notre conseil de l'an dernier était «d'investir dans les couloirs». Nous avions anticipé un couloir de négociation de 1,00 à 1,12 pour l'EURUSD et de 0,85 à 0,94 pour l'USDCHF. Ces fourchettes ont été effectivement respectées tout au long de l'année. L'EURUSD se négocie actuellement au milieu du couloir que nous avions prévu, soit à un niveau proche de celui qui prévalait il y a douze mois.

Matières premières
Pour l'or, nous avions annoncé de nouveaux records et prévu un cours à 2150 dollars l'once (contre 1950 dollars l'once à la rédaction du rapport de l'an dernier). Le métal jaune a largement dépassé nos attentes, clôturant le mois d'octobre à pas moins de 2790 dollars l'once. Le pétrole a contribué à la couverture contre les risques géopolitiques au premier semestre, mais son prix a finalement été inférieur à nos prévisions de 90-100 dollars le baril. Au moment où nous rédigeons ces lignes, le Brent se négocie en effet à 71 dollars le baril.

Perspectives économiques

Dans le cadre de notre scénario de référence, nous anticipons une croissance économique soutenue aux États-Unis sur fond de solidité de la consommation, de politique budgétaire expansive et de baisse des taux d'intérêt. Une hausse des droits de douane représente indéniablement un risque pour l'Asie et l'Europe. Toutefois, son impact pourrait être atténué par les mesures de relance que la Chine est susceptible de mettre en œuvre en réaction à l'augmentation des taxes douanières américaines. Pour l'Europe, nous tablons sur une croissance modeste sur fond de baisse des taux d'intérêt.

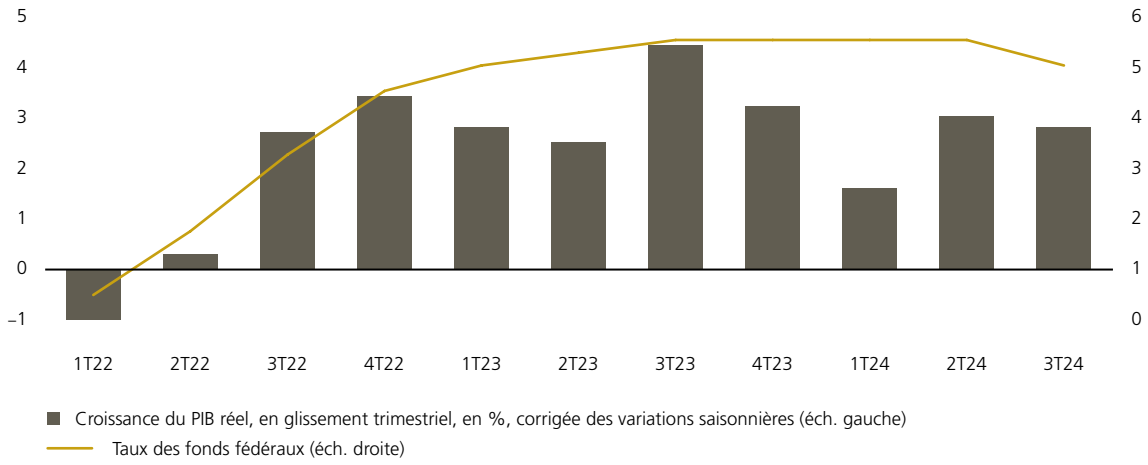
États-Unis: une croissance plus lente, mais toujours solide

Ces deux dernières années, l'économie américaine a défié toutes les attentes, échappant au ralentissement brutal que laissait craindre la hausse des taux d'intérêt. En 2024, les créations d'emplois hors secteur agricole se sont élevées à 170 000 en moyenne mensuelle, et les estimations pointent vers une croissance annuelle du PIB de 2,7%.

En 2025, la croissance de l'économie américaine devrait, selon nous, un peu ralentir tout en se maintenant à près de 2%. Plusieurs des éléments clés qui l'ont portée ces dernières années devraient en effet continuer de jouer.

États-Unis: une croissance solide malgré la forte hausse des taux

Croissance du PIB réel des États-Unis et taux des fonds fédéraux, taux plafond



Source: Bloomberg, UBS, novembre 2024

La solidité des revenus soutient les dépenses des ménages
La forte croissance des revenus permet aux ménages d'accroître leurs dépenses tout en maintenant un taux d'épargne honorable. La consommation devrait ainsi rester soutenue pour peu que le marché du travail ne se dégrade pas. Le chômage commence certes à augmenter, mais il demeure faible au regard des normes historiques.

L'inflation américaine devrait, quant à elle, rester orientée à la baisse, même si une augmentation sélective des droits de douane pourrait donner lieu à des hausses sporadiques de certains prix. Aux États-Unis, les prix des biens sont en déflation depuis trois ans, et même ceux du logement, restés longtemps obstinément élevés, commencent à marquer le pas. Selon nous, la Fed devrait passer outre les hausses de prix que pourrait induire une augmentation des taxes douanières et procéder à une réduction supplémentaire des taux d'intérêt de 100 pb en 2025. Les taux directeurs reviendraient alors à un niveau proche de ce que nous estimons être un taux neutre, soit 3,25-3,50%, en fin d'année. La baisse des taux devrait, à son tour, atténuer les pressions sur les entreprises et les ménages endettés, et se traduire par un environnement plus favorable pour les pans de l'économie sensibles aux taux d'intérêt.

L'allègement de la fiscalité et la dérégulation attendus sous la présidence de Donald Trump pourraient aussi soutenir l'économie américaine.

Risques à surveiller
Nous suivons de près les risques potentiels. Si l'introduction de droits de douane sélectifs ne remettrait probablement pas en cause la croissance américaine, l'imposition de taxes douanières généralisées pourrait, en revanche, accentuer le risque de stagflation aux États-Unis.

> La croissance économique américaine devrait légèrement ralentir, mais se maintenir autour de 2%.

En matière de migration, les restrictions introduites à la mi-2024 et les éventuelles mesures supplémentaires de limitation de l'entrée de travailleurs étrangers pourraient se traduire par un ralentissement de la croissance de l'offre de main-d'œuvre. Il pourrait en découler une inflation plus persistante que prévu et un frein à la croissance du PIB.

À noter également que la politique budgétaire américaine n'est pas viable sur le long terme. Selon nos estimations, en 2025, le déficit budgétaire devrait dépasser 6% pour la quatrième année consécutive. Et à court terme, l'adoption de mesures significatives pour le réduire nous semble peu probable. Par ailleurs, une augmentation des coûts d'emprunt à long terme pourrait peser sur la croissance américaine.

Asie: disparités sur fond de ralentissement de la croissance

Nous tablons sur un léger ralentissement de la croissance asiatique en 2025, avec toutefois des différences selon les pays.

Chine: sous la menace de l'augmentation des droits de douane américains
Dans notre scénario de référence, l'administration Trump devrait imposer des droits de douane supplémentaires sur certaines importations en provenance de Chine. Le taux effectif pourrait alors passer de 10% à 30% d'ici à fin 2026. Dans un scénario baissier où des droits de douane généralisés de 60% seraient imposés, les échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine seraient largement compromis.

Le plan de renflouement des collectivités locales de 10 000 milliards de yuans adopté par la Chine pourrait toutefois atténuer quelque peu les risques, d'autant plus qu'en matière de relance, Beijing semble déterminé à passer à la vitesse supérieure, le cas échéant.

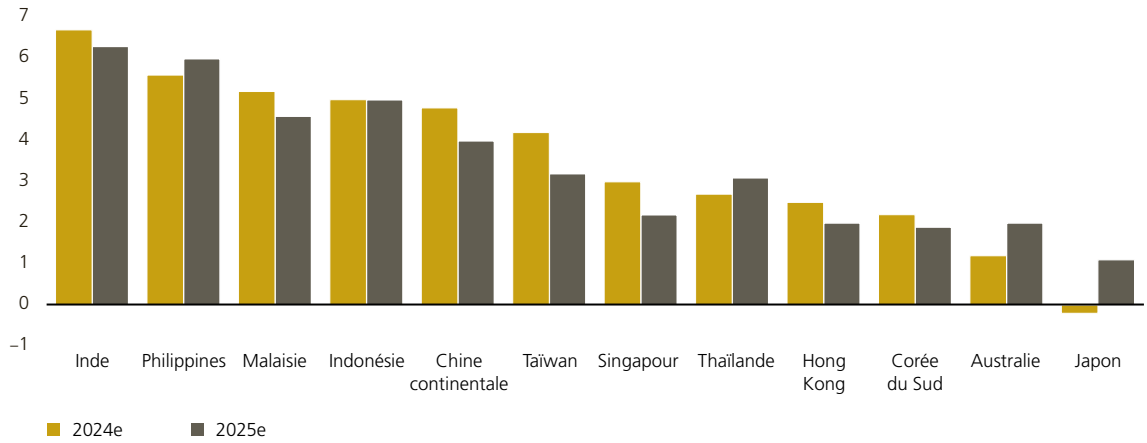
Selon nos estimations, la croissance chinoise devrait passer de 4,8% en 2024 à 4,0% en 2025.

Croissance robuste pour l'Asie émergente
En Inde et en Indonésie, la croissance devrait s'inscrire en hausse sur fond de démographie favorable et d'une exposition moindre au risque de hausse des droits de douane. Les tensions sino-américaines pourraient d'ailleurs se traduire par des investissements accrus dans d'autres régions asiatiques avec, à la clé, un regain de l'activité de construction et un renforcement des infrastructures.

Accélération de la croissance dans les pays développés d'Asie Pacifique
Pour le Japon, nous tablons sur une accélération de la croissance à 1,1% en 2025 (après un recul de 0,2% en 2024), à la faveur d'une augmentation des salaires et d'une reprise de la consommation. La Banque du Japon devrait, quant à elle, procéder à un relèvement des taux à la mi-2025. S'agissant de l'Australie, nous prévoyons une croissance du PIB de 2,0% en 2025, contre 1,2% en 2024, sous l'effet des mesures budgétaires visant à stimuler la consommation et de l'augmentation de la demande de produits miniers liée à l'essor des énergies renouvelables.

Vers des croissances divergentes en Asie

Croissance du PIB réel, en glissement annuel, en %, estimations UBS



Source: UBS, novembre 2024

Europe: une croissance inégale et modérée, mais en amélioration

Pour 2025, nous tablons sur une croissance économique européenne inégale et modérée, mais plus forte qu'en 2024.

Risques sur le plan commercial
Un conflit commercial international pénaliserait l'Europe, en particulier les économies exportatrices de la région. En revanche, une augmentation des dépenses consacrées à la défense et des investissements liés au *near-shoring* (transfert des activités vers des régions ou pays plus proches) pourrait bénéficier à la croissance.

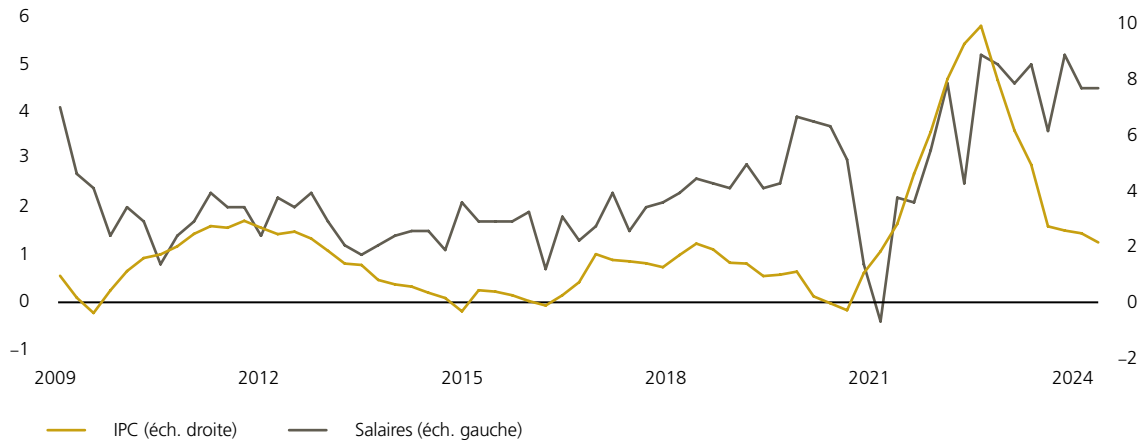
Des perspectives différentes selon les pays
L'Allemagne, la France et l'Italie devraient enregistrer une croissance modeste, de l'ordre de 1%, sur fond de difficultés structurelles et de contraintes budgétaires. L'Espagne, le Royaume-Uni et la Suisse devraient mieux tirer leur épingle du jeu, avec des taux de croissance attendus respectivement à quelque 2,3%, 1,5% et 1,3%.

Difficultés sur le plan budgétaire et industriel
Les contraintes budgétaires limitent les dépenses publiques et la capacité de stimulation de l'économie par le biais d'investissements publics. Le secteur manufacturier, pénalisé par la faiblesse de la demande chinoise, est également sous pression.

Une croissance soutenue par la consommation et la politique monétaire
Malgré ces difficultés, le niveau élevé des taux d'épargne et l'augmentation des revenus réels laissent présager une hausse des dépenses de consommation dans le sillage du recul de l'inflation. En outre, de nouvelles baisses de taux de la Banque centrale européenne, de la Banque d'Angleterre et de la Banque nationale suisse devraient soutenir les investissements des entreprises.

Europe: la croissance des salaires pourrait doper les dépenses

Salaires nominaux dans la zone euro et IPC global, moyenne trimestrielle, en glissement annuel, en %



Source: Eurostat, Bloomberg, UBS, novembre 2024

Trump président: quelles implications pour les marchés?

Une présidence Trump avec le contrôle total du Congrès par les républicains pourrait complètement rebattre les cartes tant pour l'économie mondiale que sur le plan géopolitique. Pour les investisseurs, ce sont essentiellement les développements au niveau des droits de douane, de la politique budgétaire, de la dérégulation, de la politique monétaire et des relations internationales qui importent.

Implications économiques

Commerce: forte probabilité de droits de douane sélectifs et bilatéraux
L'augmentation des droits de douane, en particulier les 60% sur les importations chinoises et les 10% sur celles provenant des autres pays proposés par Donald Trump, constitue le risque le plus important pour l'économie mondiale. Les ambitions de Trump en la matière pourraient cependant se heurter à des obstacles juridiques, être contrariées par le Congrès, et finalement laisser la place à des droits de douane bilatéraux et sélectifs. Dans ce cas, l'augmentation des tarifs douaniers attisera probablement la volatilité sur les marchés européen et chinois; mais, selon notre scénario de référence, elle ne devrait pas remettre en cause la croissance américaine.

Budget et réglementation: blocage du Congrès?
Durant la campagne, Donald Trump a promis une prolongation des taux d'imposition réduits pour les ménages, une diminution de la fiscalité des entreprises et une dérégulation du secteur financier et de celui de l'énergie. De telles mesures pourraient stimuler l'activité économique mais, dans les faits, elles seront sûrement plus limitées que ce qui avait été annoncé lors de la campagne, le Congrès risquant de freiner les velléités en la matière au regard de l'ampleur du déficit budgétaire fédéral. Les tenants de la rigueur budgétaire au Congrès pourraient, par exemple, s'opposer à des politiques susceptibles d'aggraver le déficit.

Fed: toujours sur une trajectoire de baisse des taux
Malgré les poussées inflationnistes temporaires que pourrait générer une hausse des droits de douane, la Fed devrait, selon nous, poursuivre sa trajectoire vers une politique monétaire neutre. Nous anticipons ainsi une réduction des taux de 100 pb en 2025. Dans tous les cas, la banque centrale américaine suivra de près les facteurs susceptibles d'avoir un impact durable sur l'inflation ou les anticipations en la matière, notamment les restrictions à l'immigration, l'éventuelle augmentation généralisée des droits de douane ou les dérapages budgétaires significatifs.

Situation géopolitique: la paix par la force
En matière de politique étrangère, l'approche trumpiste de la «paix par la force» pourrait accentuer la volatilité sur un marché qui aurait pourtant bien besoin de stabilité géopolitique.

Dans un premier temps, l'approche vis-à-vis de la Chine et des relations transatlantiques devrait être plus conflictuelle, et une stratégie de «pression

maximale» devrait être appliquée pour l'Iran, dans le but d'aboutir à des accords permettant de préserver les intérêts des États-Unis. Concernant le conflit entre la Russie et l'Ukraine, la probabilité que Trump y mette fin dans les 90 jours suivant son accession au pouvoir ressort à 39% sur le site Polymarket à l'heure de la rédaction de ces lignes.

Implications pour les marchés

Actions: perspectives différentes pour les États-Unis et les autres pays et régions
Du côté des États-Unis, nous tablons sur un S&P 500 à 6600 d'ici fin 2025, à la faveur d'une croissance économique modérée, d'une baisse des taux d'intérêt et de l'essor de l'IA. Les réductions d'impôts et la dérégulation envisagées par l'administration Trump pourraient aussi soutenir les marchés. La technologie, les services aux collectivités et la finance sont nos secteurs préférés. Concernant le secteur technologique, une augmentation des droits de douane pourrait, certes, affecter les bénéfices, mais les dépenses dans les infrastructures d'IA restent solides. De même, les services aux collectivités pourraient faire les frais d'une baisse du soutien public aux énergies renouvelables, mais la consommation des centres de données dédiés à l'IA devrait soutenir la demande d'électricité. Quant au secteur financier, il devrait bénéficier de la dérégulation.

Les marchés internationaux pourraient être pénalisés en cas d'augmentation des droits de douane. Cela dit, les mesures de relance que la Chine est susceptible d'adopter en réaction à une hausse des taxes douanières américaines pourraient en atténuer l'impact sur son économie. Par ailleurs, les produits exportés par Taïwan et la Corée vers les États-Unis ne sont pas facilement substituables. Quant aux entreprises européennes, l'essentiel de leur chiffre d'affaires réalisé sur le marché américain est issu de biens et de services produits aux États-Unis.

Obligations: une hausse exagérée des rendements?
Les rendements des bons du Trésor américain ont augmenté dans la perspective de la présidence Trump. Toutefois, la Fed étant appelée de rester sur une trajectoire de réduction des taux et les velléités d'assouplissement de la politique budgétaire risquant d'être freinées par le Congrès, les rendements devraient s'inscrire en baisse l'an prochain. Les investisseurs ont donc intérêt à se positionner sur les rendements actuels avant qu'ils ne diminuent.

Monnaies: un dollar vigoureux à court terme, mais qui devrait s'affaiblir à plus long terme
Dès la confirmation de la victoire de Donald Trump, l'indice du dollar américain a grimpé sur fond d'anticipations d'un allègement de la fiscalité et d'une augmentation des droits de douane, et d'incertitudes accrues sur le plan géopolitique. Le billet vert pourrait certes continuer à bien se tenir à court terme mais, à ses niveaux actuels, il n'en demeure pas moins surévalué. Le yuan devrait, pour sa part, rester sous pression tant que la question des droits de douane ne sera pas clarifiée.

Or: désengagements initiaux, mais toujours un bon moyen de couverture
À l'annonce de la victoire de Donald Trump, l'or a perdu du terrain, l'appréciation du dollar, la hausse des rendements obligataires et l'atténuation de la volatilité sur le marché des actions ayant freiné la demande des investisseurs. Le métal jaune devrait néanmoins rester un moyen de couverture prisé en 2025 face aux inquiétudes liées notamment aux niveaux de la dette publique, à l'inflation et aux tensions géopolitiques. Nous maintenons notre prévision de 2900 dollars l'once d'or à fin 2025 et continuons de recommander, à des fins de diversification, une allocation de quelque 5% au métal jaune.

Nos scénarios

Scénario de référence: croissance malgré les droits de douane

Probabilité	50%
S&P 500	6600
Rend. bons du Trésor US 10 ans	4,00
EURUSD	1,12

Les actions américaines gagnent du terrain. La croissance américaine, soutenue par la dérégulation et le regain de confiance des entreprises, compense largement l'impact des droits de douane sélectifs imposés sur les importations chinoises et certains produits en provenance d'Europe. Les négociations commerciales et géopolitiques s'accompagnent d'une accentuation de la volatilité sur les marchés européen et chinois. Les programmes budgétaires les plus expansionnistes sont écartés, et l'inflation reflue vers sa cible. Les rendements obligataires accusent une légère baisse, et les banques centrales continuent à assouplir leur politique de manière à se rapprocher de taux neutres.

Scénario haussier: rebond de la croissance

Probabilité	25%
S&P 500	7000
Rend. bons du Trésor US 10 ans	4,50
EURUSD	1,15

Aux États-Unis, les marchés actions progressent à la faveur d'une croissance solide et de l'optimisme entourant l'IA, et l'inflation reste contenue. Un accord commercial et/ou des mesures de relance en Chine, ainsi que la croissance de la demande mondiale permettent de soutenir les marchés asiatiques et européens malgré l'augmentation des droits de douane. Les rendements obligataires se maintiennent à des niveaux élevés sur fond d'anticipations de hausse de l'inflation et de la croissance à long terme. Les banques centrales ramènent progressivement les taux d'intérêt vers un niveau neutre.

Scénario baissier: atterrissage brutal

Probabilité	10%
S&P 500	4500
Rend. bons du Trésor US 10 ans	2,50
EURUSD	1,05

La croissance américaine ralentit sous l'effet de la faiblesse des dépenses de consommation et de la dégradation du marché du travail. L'augmentation des droits de douane accentue les difficultés économiques en Europe et en Asie. La diminution de la consommation gomme en grande partie les effets inflationnistes de la hausse des tarifs douaniers si bien que l'inflation diminue, amenant les banques centrales à réduire les taux. Les actions mondiales affichent des pertes à deux chiffres, et les écarts de crédit s'élargissent. Les actifs considérés comme refuges, tels que les obligations de haute qualité, l'or, le franc suisse et le yen, gagnent du terrain.

Scénario baissier: choc suite à la hausse des droits de douane

Probabilité	15%
S&P 500	5100
Rend. bons du Trésor US 10 ans	5,00
EURUSD	1,00

L'imposition de droits de douane conséquents et généralisés sur les importations américaines provenant de plusieurs pays et les mesures prises en représailles par les partenaires commerciaux des États-Unis conduisent à une hausse de l'inflation américaine. Cette dernière, associée à un creusement du déficit budgétaire, provoque une augmentation des rendements obligataires. La perturbation des échanges commerciaux internationaux se traduit par un essoufflement de la demande aux États-Unis et un net ralentissement de la croissance économique mondiale. Les actions tant américaines que mondiales s'inscrivent en baisse.

Comment investir?

Nos messages clés

- Se positionner dans la perspective d'une baisse des taux
- Profiter du potentiel haussier qu'offrent encore les actions
- Saisir l'opportunité que représente l'IA
- Investir dans l'énergie et les ressources
- Vendre le dollar à la hausse
- Miser sur l'or
- C'est le moment de s'intéresser à l'immobilier

Se positionner dans la perspective d'une baisse des taux

Les banques centrales étant appelées à continuer à réduire les taux l'an prochain, la rémunération des liquidités devrait diminuer. Les obligations investment grade offrent des rendements attrayants, et nous tablons sur une performance de l'ordre de 5% pour celles libellées en dollars américains. Les stratégies obligataires diversifiées et celles axées sur des actions génératrices de revenus peuvent également aider les investisseurs à maintenir le revenu de leur portefeuille.

Obligations de haute qualité et investment grade

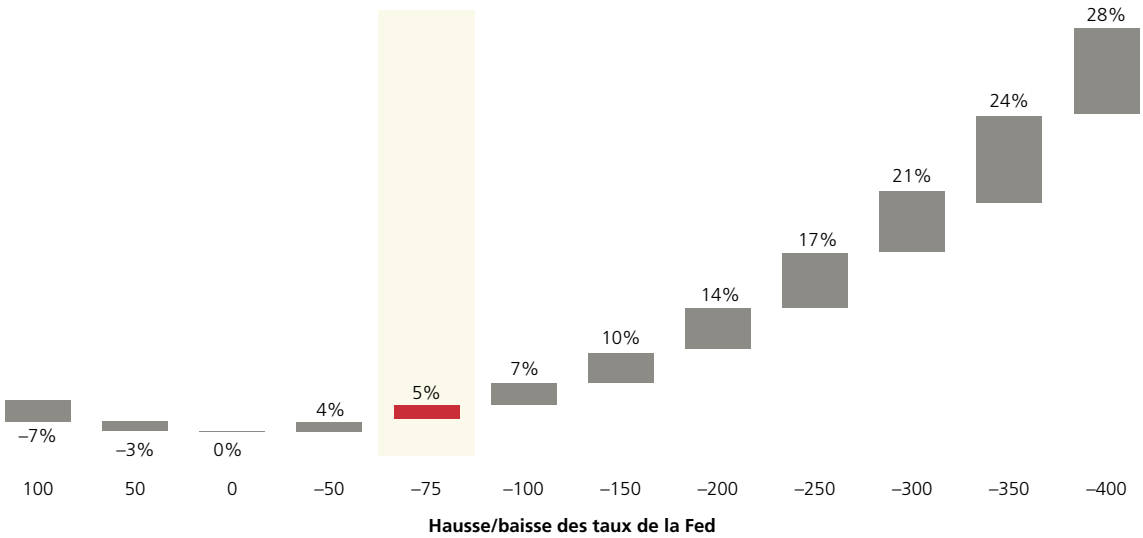
Les perspectives nous semblent positives pour les obligations (souveraines) de haute qualité ainsi que pour les obligations investment grade (IG).

Après leur récente hausse, les rendements des obligations de qualité sont, selon nous, de nouveau à des niveaux intéressants.

À l'heure de la rédaction de ces lignes, le rendement des obligations IG en dollars s'établit à 5,3%, et celui de leurs homologues en euros à 3,2%. Les fondamentaux des entreprises étant solides, le risque de détérioration de la qualité de crédit nous paraît faible. Par ailleurs, avec le cycle mondial de baisse des taux, les facteurs techniques devraient être favorables et les afflux de fonds soutenus, si bien que les écarts de crédit devraient rester limités.

Les obligations investment grade pourraient dégager une belle performance

Estimations de la performance globale des obligations investment grade dans les 12 prochains mois dans différents scénarios de taux de la Fed, situation actuelle = zone ombrée



Remarque: cette analyse repose sur l'hypothèse que les écarts de crédit demeurent les mêmes dans tous les scénarios et que l'évolution de la courbe des bons du Trésor américain est de même ampleur que les baisses de taux de la Fed. Indice: Bloomberg US Corporate Bond Index.
Source: UBS,15 novembre 2024

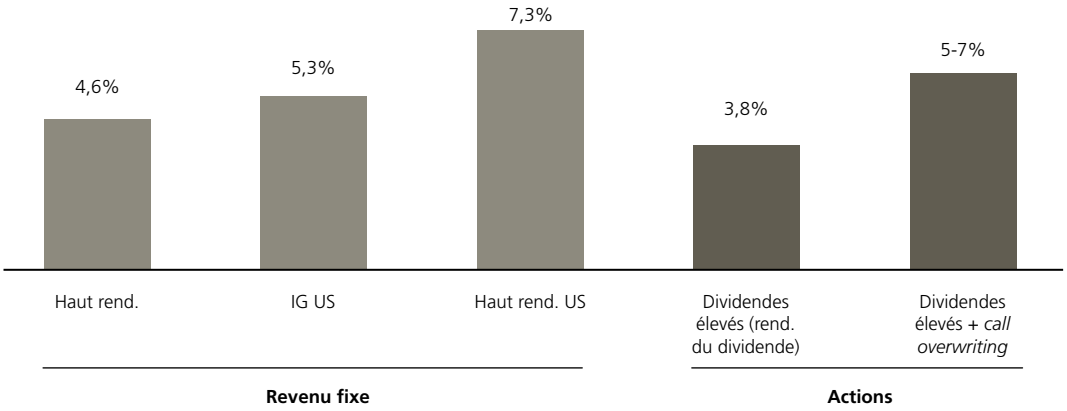
Dans notre scénario de référence, nous anticipons une performance globale de l'ordre de 5% pour les obligations IG en dollars, en euros et en livres sterling. Cette performance devrait être générée à la fois par les rendements (à hauteur des deux tiers environ) et l'appréciation du capital (pour un tiers environ). En effet, avec la pentification de la courbe des taux, les investisseurs bénéficient d'un *roll down* (hausse du prix des obligations à mesure que ces dernières se rapprochent de leur échéance).

Les obligations IG sont également intéressantes du point de vue de la gestion des risques. Certes, un choc lié à la hausse des droits de douane ne saurait être totalement exclu, mais les obligations IG devraient particulièrement bien se comporter en cas de ralentissement induit par un atterrissage brutal. Dans ce cas, la baisse des rendements des obligations souveraines devrait largement compenser l'élargissement des écarts de crédit.

Stratégies obligataires diversifiées
Bien que les écarts des obligations de qualité moindre soient serrés en comparaison des normes historiques et que le profil risque-rendement des titres IG nous paraisse plus favorable, les crédits plus risqués semblent promis à une performance absolue non négligeable l'an prochain. Au regard de la solidité des fondamentaux de l'économie et des entreprises, les taux de défaillance devraient, en effet, demeurer bas. Quant aux écarts, ils devraient rester limités grâce aux apports de fonds des investisseurs.

Les stratégies axées sur le revenu peuvent procurer des rendements attrayants

Rendements de produits à revenu fixe et d'actions, y compris actions à dividendes élevés et stratégies de vente d'options d'achat sur des actions survalorisées (*call overwriting*)



Remarque: les revenus des options d'achat sont issus de la simulation d'une stratégie d'options d'achat sur actions diversifiée à l'échelle mondiale et correspondent au rendement net dégagé par une telle stratégie. Pour de plus amples informations sur notre méthodologie en matière de stratégies d'options d'achat, veuillez consulter notre publication «Selling options in a portfolio context» du 16 juin 2022 (non accessible aux investisseurs des États-Unis).
Indices utilisés: taux SOFR et taux anticipés par le marché au regard des forwards, Bloomberg Eurodollar Aa or higher, Bloomberg US aggregate Corp, JP Morgan EMBI Div. et MSCI ACWI High Dividend.
Source: Bloomberg, UBS, novembre 2024

Dans ces conditions, l'association d'obligations IG et d'emprunts plus risqués (à l'image du haut rendement américain, européen et asiatique, des obligations des marchés émergents ou des prêts seniors) au sein d'un portefeuille peut améliorer la diversification tout autant que la performance.

Pour les investisseurs dont les portefeuilles sont composés uniquement d'obligations, nous conseillons de privilégier des titres de qualité et d'y ajouter du papier plus risqué de duration courte et moyenne. Nous recommandons de rester sur les segments liquides du marché obligataire de manière à conserver la flexibilité nécessaire pour saisir d'éventuelles nouvelles opportunités.

La composition d'un portefeuille obligataire dépend évidemment de l'appétence de chacun pour le risque, mais pour un investisseur ayant une tolérance au risque modérée, nous préconisons généralement une allocation de 20 à 40% à des obligations assorties d'une notation inférieure à investment grade et à des emprunts des marchés émergents.

Stratégies axées sur des actions génératrices de revenus

Les investisseurs en quête de revenus peuvent opter pour des stratégies misant sur des actions porteuses de revenus, notamment des stratégies jouant des valeurs à dividendes élevés, la croissance des dividendes ou les primes des options.

Selon les prévisions du consensus établi par Bloomberg, le MSCI AC World High Dividend Yield Index devrait dégager un rendement de 3,5-4,0% en 2025, lequel a de fortes chances d'être supérieur à celui des liquidités en fin d'année. Les valeurs à dividendes élevés présentant un bon historique en matière de croissance des dividendes peuvent contribuer à une amélioration durable des revenus.

Les stratégies d'options, telles que celles consistant à vendre des options de vente (*put writing*) ou des options d'achat couvertes (*covered call writing*), peuvent également stimuler les revenus. Grâce aux primes de risque de volatilité, ces stratégies peuvent contribuer à diversifier les sources de revenus du portefeuille. En outre, dans certaines juridictions, ces primes sont considérées non pas comme des revenus, mais comme des plus-values.

L'association de stratégies jouant les dividendes élevés, la croissance des dividendes et les options peut, selon nous, permettre de bénéficier d'un rendement annuel total de l'ordre de 5 à 7%.

> L'association de stratégies jouant des dividendes élevés, la croissance des dividendes et des options peut, selon nous, permettre de dégager un rendement annuel total de l'ordre de 5 à 7%.

Jusqu'où les banques centrales iront-elles en matière de baisse des taux?

Au moment de la rédaction de ces lignes, les taux sont de 50 à 75 pb inférieurs à leurs pics récents dans la plupart des grandes économies.

Mais malgré leur récente baisse, les taux restent, selon nous, restrictifs.

En 2025, les principales banques centrales devraient, dans leur grande majorité, s'efforcer de ramener les taux à des niveaux qui ne soient ni trop stimulants ni trop contraignants pour l'économie. Par rapport aux niveaux actuels, nous anticipons une réduction supplémentaire des taux de 125 pb de la part de la Fed, de 50 pb de la Banque nationale suisse, de 125 pb de la Banque centrale européenne et de 100 pb de la Banque d'Angleterre.

La Fed a indiqué qu'elle suivra de près l'impact net sur l'inflation des politiques qui seront mises en œuvre par l'administration Trump. Un ralentissement du rythme de la baisse des taux ne nous semble donc pas exclu si les risques inflationnistes s'accentuent. Dans notre scénario de référence, nous excluons l'hypothèse d'une flambée de l'inflation sous l'effet des politiques de la nouvelle administration américaine et estimons que la Fed ne devrait pas s'arrêter aux hausses de prix sporadiques qui pourraient découler d'une augmentation des droits de douane. Les taux pourraient cependant diminuer plus vite que dans notre scénario de référence en cas de ralentissement économique induit par une faiblesse de la consommation.

Nous conseillons de limiter l'exposition aux liquidités et au marché monétaire aux montants strictement nécessaires pour faire face aux dépenses d'une année. Pour couvrir les besoins des trois à cinq prochaines années, les obligations de haute qualité et les obligations échelonnées sont intéressantes dans la mesure où elles permettent de diminuer les risques de réinvestissement et de *market timing* (risques liés à la prédiction des cours). Enfin, nous recommandons d'investir les fonds qui ne seront pas nécessaires dans les trois à cinq prochaines années dans un portefeuille de base multi-actifs axé sur le long terme.

Profiter du potentiel haussier qu'offrent encore les actions

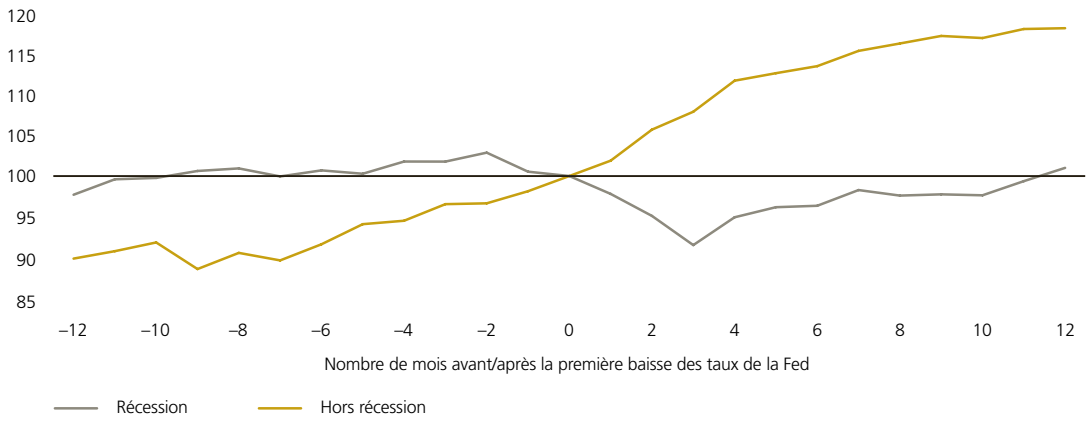
Après leurs solides performances de 2023 et de 2024, les actions devraient encore gagner du terrain en 2025. Nous tablons ainsi sur un S&P 500 à 6600 à fin 2025, soit une progression de 10% par rapport aux niveaux actuels. Les marchés européens et chinois pourraient, quant à eux, subir une volatilité accrue en cas d'augmentation des droits de douane. Une exposition diversifiée à l'Asie hors Japon nous semble néanmoins intéressante. En Europe, nous privilégions les petites et moyennes capitalisations ainsi que les valeurs suisses porteuses de dividendes de qualité.

Les perspectives nous semblent positives pour les actions américaines, que ce soit d'un point de vue macroéconomique, structurel ou *bottom-up*. Les périodes de résilience de la croissance américaine et de baisse des taux de la Fed sont généralement favorables aux actions. Par le passé, chaque fois que la Fed a assoupli sa politique sans que les États-Unis n'entrent en récession, les valeurs américaines ont gagné 18% en moyenne dans les douze mois suivant la première baisse des taux.

Comme en témoigne la dernière saison des résultats, les intentions d'investissement dans l'IA ne se démentent pas, ce qui conforte notre optimisme à l'égard des valeurs technologiques américaines. Par ailleurs, aux États-Unis, la croissance des bénéfices est en train de s'étendre au-delà du secteur technologique, une tendance qui devrait être renforcée par la dérégulation et les baisses d'impôts.

En dehors des périodes de récession, les baisses de taux sont favorables aux actions américaines

Performance moyenne du S&P 500 (à partir d'une base 100) après les premières baisses de taux de la Fed



Source: Bloomberg, UBS, novembre 2024

Les valorisations sont élevées en comparaison historique. Le S&P 500 affiche ainsi un ratio cours/bénéfices anticipés à douze mois de 22,3, contre une moyenne de 16 sur 20 ans. Ce niveau de valorisation nous semble néanmoins justifié au regard de la bonne santé de l'économie américaine et de la forte exposition de l'indice à des moteurs de croissance structurelle.

États-Unis: hausse en perspective tirée par l'IA, la technologie, la finance, et les services aux collectivités

Le marché américain des actions nous paraît «attractif», le S&P 500 étant, selon nos prévisions, appelé à atteindre 6600 à fin 2025, soit une hausse de quelque 10% par rapport à ses niveaux actuels.

Aux États-Unis, le contexte économique est favorable. En outre, le marché américain est relativement moins exposé que ceux d'autres pays aux risques liés à une augmentation des droits de douane, et les tendances structurelles autour de l'IA, de l'énergie et des ressources sont porteuses. Les entreprises liées à l'IA, qui composent un large éventail allant des semi-conducteurs aux centres de données, en passant par le matériel et les fournisseurs de services de cloud, représentent plus du tiers de la capitalisation boursière du S&P 500. Nous anticipons une croissance du bénéfice par action du S&P 500 d'environ 11% en 2024 et de 8% en 2025.

Au sein du marché américain, nous considérons les secteurs de la technologie, des services aux collectivités et de la finance comme «attractifs».

- *Secteur technologique:* les dépenses dans les infrastructures d'IA sont élevées, tandis que l'offre de composants de semi-conducteurs nécessaires à l'IA devrait rester limitée en 2025, ce qui devrait soutenir les prix. Le secteur technologique devrait également bénéficier de la reprise des marchés finaux des ordinateurs et des smartphones. La tech pourrait faire les frais d'une éventuelle augmentation des droits de douane, sans que sa croissance structurelle ne soit cependant remise en cause à moyen terme. Les meilleures opportunités dans ce secteur se trouvent selon nous dans les semi-conducteurs liés à l'IA et les méga-capitalisations américaines.

- *Services aux collectivités:* les sociétés de services aux collectivités fortement exposées aux énergies renouvelables pourraient subir des pressions à court terme, mais la multiplication des centres de données dédiés à l'IA devrait aussi doper la demande et, partant, les prix de l'électricité. Environ 20 à 25% des entreprises du secteur sont exposées à cette tendance. De plus, le caractère défensif du secteur peut offrir une protection au portefeuille si des inquiétudes sur la croissance économique devaient émerger.

- *Secteur financier:* les baisses de taux de la Fed devraient se traduire par une diminution des coûts de financement avec, à la clé, une croissance des prêts et un redressement de l'activité sur le marché des capitaux. Le secteur financier devrait aussi bénéficier de la dérégulation promise par Donald Trump.

Asie: diverses opportunités de croissance
Nous considérons le marché de l'Asie hors Japon comme globalement «attractif». À fin 2025, l'indice MSCI Asia ex-Japan devrait, selon nos estimations, afficher une performance de quelque 15%.

Si le marché chinois sera probablement affecté par la hausse des taxes douanières, les autres marchés asiatiques devraient en revanche être portés par les investissements dans l'IA, une forte croissance du PIB et la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et dans la région.

L'Asie hors Japon offre, selon nous, l'un des profils de croissance des bénéfices les plus attrayants au monde. La croissance des bénéfices (en dollars) est en effet attendue à quelque 13% en 2025.

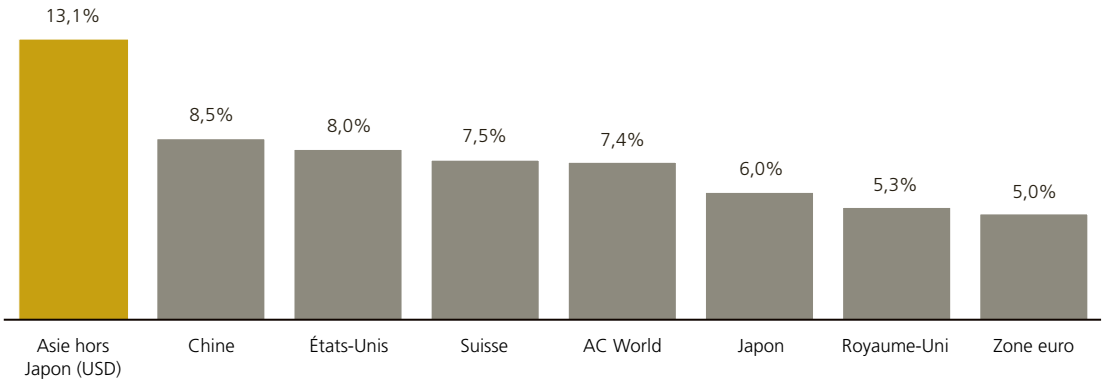
- *Chine continentale:* dans les mois à venir, les actions chinoises risquent d'être plombées par l'augmentation des droits de douane américains et les déceptions auxquelles pourraient donner lieu les mesures de relance. Dans un tel contexte, les secteurs défensifs et value à rendements élevés tels que la finance, les services aux collectivités, l'énergie et les télécommunications, devraient surperformer. Les corrections des valeurs Internet peuvent offrir un bon point d'entrée pour les investisseurs prêts à s'engager sur plusieurs années, ces titres présentant de belles perspectives de croissance et des valorisations attrayantes.

- *Taïwan:* un marché «attractif». Taïwan est certes un marché sensible au commerce international, mais les semi-conducteurs que le pays exporte ne sont pas facilement substituables. En outre, la demande pour l'IA reste solide et le pouvoir de fixation des prix dont jouissent les entreprises pourrait se traduire par de bonnes surprises du côté des marges brutes en 2025.

- *Inde*: un marché également «attractif». La forte croissance structurelle du PIB indien est soutenue par une évolution démographique favorable et

L'Asie hors Japon mène le bal en termes de croissance des bénéfices

Prévisions du CIO pour la croissance du bénéfice par action (BPA) sur certains marchés en 2025 (indices MSCI)



Source: UBS, novembre 2024

une économie orientée sur le marché domestique. Nous tablons sur une progression du bénéfice par action du MSCI India de 12% en 2025 et de 14% en 2026.

Europe: des opportunités au niveau des petites et moyennes capitalisations de la zone euro et des dividendes suisses de qualité

La possible augmentation des droits de douane sous une administration Trump est une source d'inquiétudes pour les entreprises européennes, notamment celles des secteurs cycliques (comme l'industrie ou la consommation discrétionnaire) exposées à la Chine. En Europe, la croissance des bénéfices devrait être plus faible que partout ailleurs dans le monde, et les actions de la région devraient sous-performer leurs homologues américaines.

Les marchés européens des actions devraient néanmoins être quelque peu soutenus par la solidité de la croissance économique, la baisse des taux d'intérêt et les valorisations raisonnables qui y prévalent. L'indice MSCI Europe se négocie à 12,9 fois les bénéfices anticipés à douze mois. Nous anticipons une performance globale d'environ 6% à fin 2025.

Les entreprises susceptibles de profiter de la baisse des taux d'intérêt et celles exposées à des moteurs de croissance structurelle nous paraissent les plus porteuses. Sur un plan tactique, les petites et moyennes capitalisations de la zone euro et les dividendes suisses de qualité nous semblent particulièrement intéressants.

- *Petites et moyennes capitalisations de la zone euro*. Les petites et moyennes capitalisations de la zone euro affichent actuellement un ratio cours/bénéfices au plus bas sur 20 ans par rapport aux grandes capitalisations (MSCI EMU). Ces valeurs devraient cependant se ressaisir, à la faveur de la baisse des taux, de l'assouplissement des conditions de prêt et de la reprise de la croissance domestique. Elles permettent en outre de s'exposer à certaines tendances structurelles telles que la production d'énergie, la décarbonation et l'automatisation.

- *Dividendes suisses de qualité.* Le rendement du dividende de 3% qu'affiche actuellement le Swiss Performance Index (SPI) est supérieur à celui des obligations en francs suisses. Il dépasse aussi sa moyenne sur 25 ans (2,4%). Les bilans et la rentabilité des entreprises sont solides, laissant présager des distributions durables.

Opportunités liées à l'innovation transformationnelle

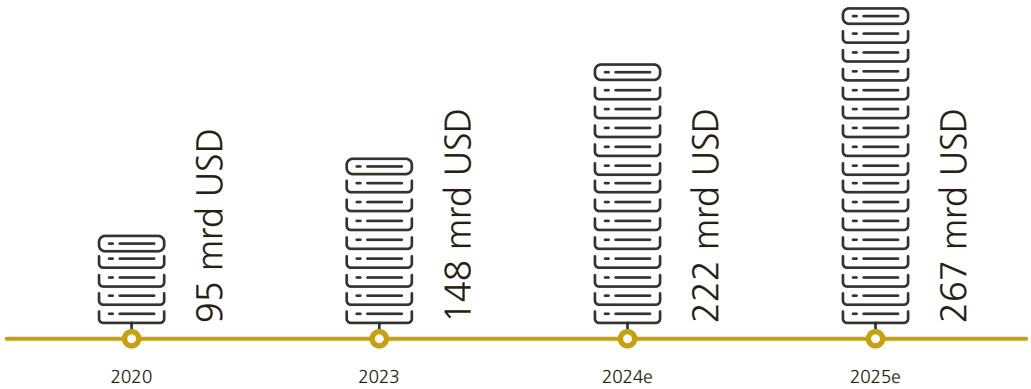
Les opportunités liées à l'innovation transformationnelle dans (1) *l'intelligence artificielle* et (2) *l'énergie et les ressources* s'accompagnent d'un potentiel de croissance des bénéfices important et durable. Investir dans ces domaines pourrait, selon nous, valoir aux investisseurs de solides rendements à long terme.

1. Saisir l'opportunité que représente l'intelligence artificielle

L'intelligence artificielle (IA) devrait s'imposer comme l'une des meilleures opportunités de placement de la décennie. Les importants investissements qui y sont consacrés devraient bientôt se traduire par l'apparition d'une multitude d'applications, si bien que les revenus des entreprises de la chaîne de valeur de l'IA pourraient, selon nos estimations, atteindre plus de 1100 milliards de dollars d'ici 2027, soit cinq ans à peine après le lancement de ChatGPT. Les investisseurs souhaitant s'exposer à l'IA peuvent miser à la fois sur des méga-capitalisations cotées et sur des entreprises privées novatrices.

L'augmentation des investissements des poids lourds de la tech est de bon augure pour les centres de données dédiés à l'IA

Investissements des quatre géants de la tech (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft)



Source: Bloomberg, FactSet, UBS, novembre 2024

Ces dernières années, les investissements dans l'IA ont fortement augmenté.

Sur la seule année 2024, ceux des quatre géants technologiques, à savoir Alphabet, Amazon, Meta et Microsoft, devraient ainsi s'élever à 222 milliards de dollars, soit une progression de 50% sur un an. Ces investissements soutiennent la forte croissance des bénéfices des deux segments de la couche habilitante de la chaîne de valeur de l'IA que sont les fabricants de puces et les fournisseurs de services de cloud.

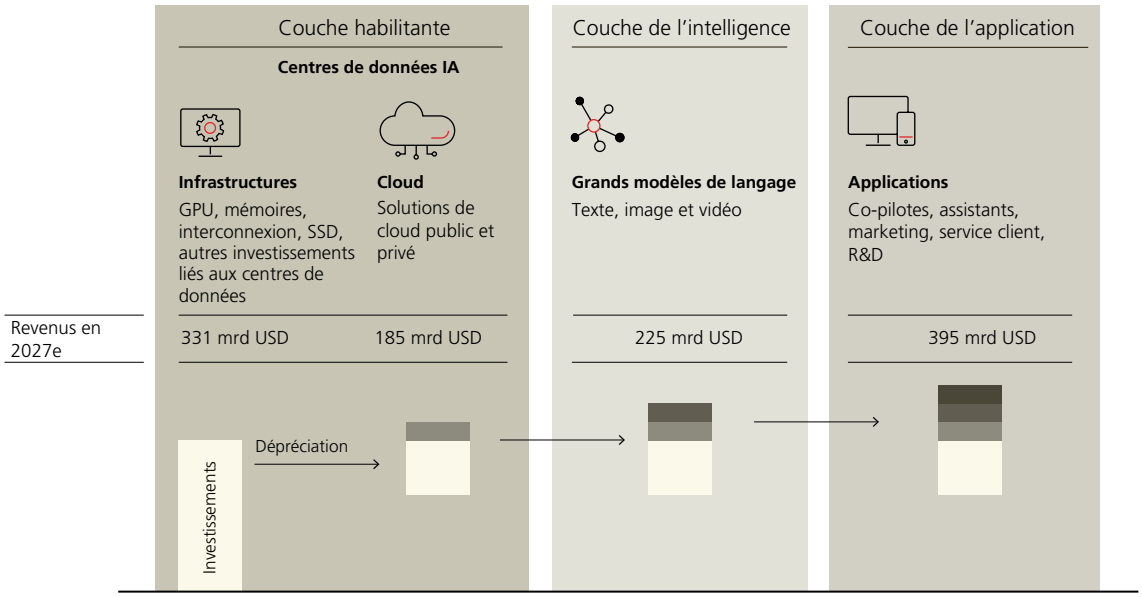
Mais l'IA est promise à une croissance plus élevée encore.

D'ici à 2027, soit à peine cinq ans après le lancement de ChatGPT, la couche habilitante devrait ainsi générer pas moins de 516 milliards de dollars de revenus, et les fabricants de puces dédiées à l'IA ainsi que les fournisseurs de services de cloud devraient être à l'origine de l'essentiel de ces revenus.

La couche dite de l'intelligence, autrement dit les grands modèles de langage, devrait également dégager une forte croissance des revenus.

Marché de l'IA: une opportunité *bottom-up*

Prévisions de revenus pour 2027 pour chacune des couches de la chaîne de valeur de l'IA



Source: Bloomberg, UBS, novembre 2024

Quant à la couche de l'application, elle devrait, selon nos estimations, bénéficier d'un marché potentiel direct de 395 milliards de dollars d'ici à 2027. Les applications d'IA générative devraient s'imposer dans plusieurs secteurs, dont la santé, la cybersécurité et les fintechs. Sur le plan commercial, l'adoption de l'IA pourrait avoir un impact dans bien des domaines. L'IA pourrait ainsi entraîner une réduction des cycles de développement des médicaments dans le secteur de la santé, une diminution des coûts dans le secteur financier ou encore une demande accrue dans le domaine de la sécurité, notamment des infrastructures, dont devrait profiter le segment de la cybersécurité.

Comment les investisseurs doivent-ils se positionner?

- Tout d'abord, il faut veiller à être suffisamment investis. Le rythme de croissance du secteur est tel que les investisseurs qui étaient auparavant sous-exposés à l'IA le sont plus encore aujourd'hui. Selon nous, une allocation neutre à l'IA implique de consacrer 25% environ d'un portefeuille d'actions à des titres fortement exposés à cette technologie.

- Ensuite, il convient de mettre l'accent sur la couche habilitante. Ce segment nous semble le plus porteur actuellement, avec à la fois un profil de croissance des bénéfices attrayant et prévisible, un positionnement concurrentiel solide et des valorisations raisonnables. Nous privilégions les entreprises du segment des semi-conducteurs qui bénéficient des investissements actuels dans les infrastructures d'IA. Les entreprises concernées ici sont non seulement les leaders américains de la conception *fabless* de puces, mais aussi les fondeurs taïwanais à la pointe de la technologie soumis à un faible risque de substitution, ce qui devrait leur permettre d'être relativement épargnés par une hausse des droits de douane. Au niveau de la couche de l'application, les opportunités devraient se préciser dans les prochaines années.

- Enfin, il convient de diversifier les placements entre les méga-capitalisations cotées et les sociétés privées innovantes. Jusqu'à présent, l'essor de l'IA a surtout bénéficié aux géants du secteur technologique. Pour nous, c'est là une caractéristique distinctive du nouveau paysage de l'investissement dans l'IA. La chaîne de valeur de cette technologie devrait, en effet, être dominée par un oligopole de «fonderies» verticalement intégrées et d'acteurs monolithiques. Mais, les opportunités ne s'arrêtent pas aux géants du secteur. Des entreprises non cotées actives dans des domaines tels que les grands modèles de langage, les logiciels et les centres de données peuvent également présenter un réel intérêt. Les investisseurs doivent toutefois avoir la volonté et la capacité d'assumer les risques inhérents aux marchés privés, notamment leur illiquidité.

2. Investir dans l'énergie et les ressources

Le domaine de l'énergie et des ressources nous semble promis à une croissance transformationnelle avec, à la clé, de bonnes opportunités de placement dans la production d'énergie, les infrastructures de réseau et les ressources naturelles à mesure que le monde s'adapte à l'augmentation de la demande d'électricité.

La multiplication des centres de données dédiés à l'IA, l'électrification industrielle, l'essor des véhicules électriques ainsi que les objectifs mondiaux pour le climat s'accompagnent d'une demande croissante pour l'électricité. Selon nos estimations, l'électrification de l'économie nécessitera 3000 milliards de dollars par an d'ici à 2030, une manne pour les entreprises proposant des solutions innovantes dans les domaines de l'énergie et des ressources.

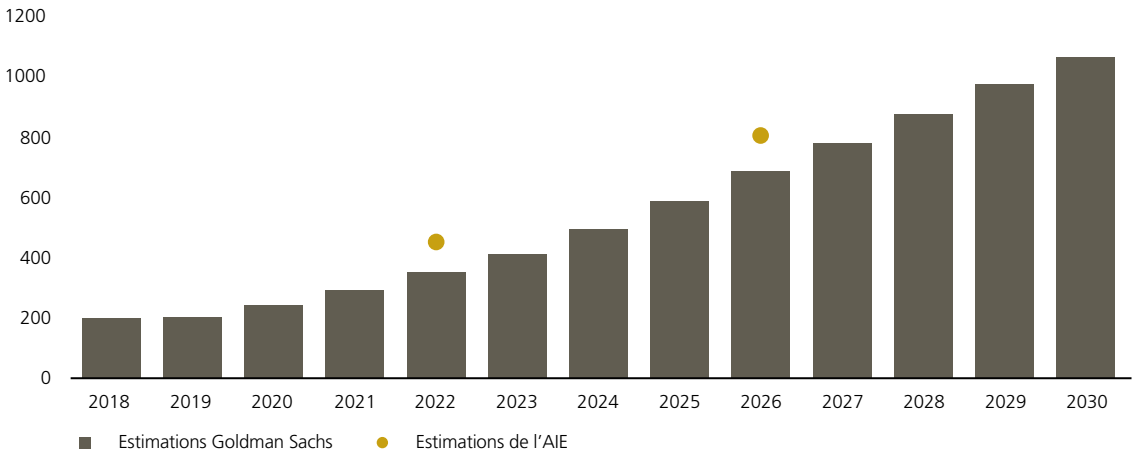
La chaîne de valeur de l'électrification recouvre plusieurs maillons, dont les matières premières, la production, le stockage, le transport, la distribution et la consommation d'électricité (des centres de données, des moyens de transport, ou encore pour le chauffage et le refroidissement). Pour l'heure, les meilleures opportunités se trouvent, selon nous, au niveau du transport et de la distribution d'électricité, des centres de données, des véhicules électriques et du stockage de l'énergie.

Consommation: les centres de données, véritables accélérateurs de la croissance

Le développement des grands centres de données s'accompagne d'une envolée de la demande d'électricité. Un seul processeur GB200 de NVIDIA peut consommer autant d'électricité qu'un ménage américain moyen en un an. Or, un rack de serveurs, autrement dit un système superposant plusieurs serveurs, peut contenir 72 processeurs. Par ailleurs, refroidir un centre de données *hyperscale* peut nécessiter une consommation d'énergie équivalant à celle qui serait nécessaire pour faire fondre 40 000 tonnes de glace par jour. D'après les projections de l'Electric Power Research Institute, d'ici 2030, les centres de données pourraient représenter jusqu'à 9% de la consommation électrique aux États-Unis, contre 4% aujourd'hui. Nous tablons aussi sur une croissance au niveau des véhicules électriques, du chauffage, du refroidissement et des équipements d'amélioration de l'efficacité énergétique.

L'essor des centres de données dédiés à l'IA devrait doper la demande d'énergie

Estimation de la consommation d'énergie des centres de données à l'échelle mondiale, en TWh



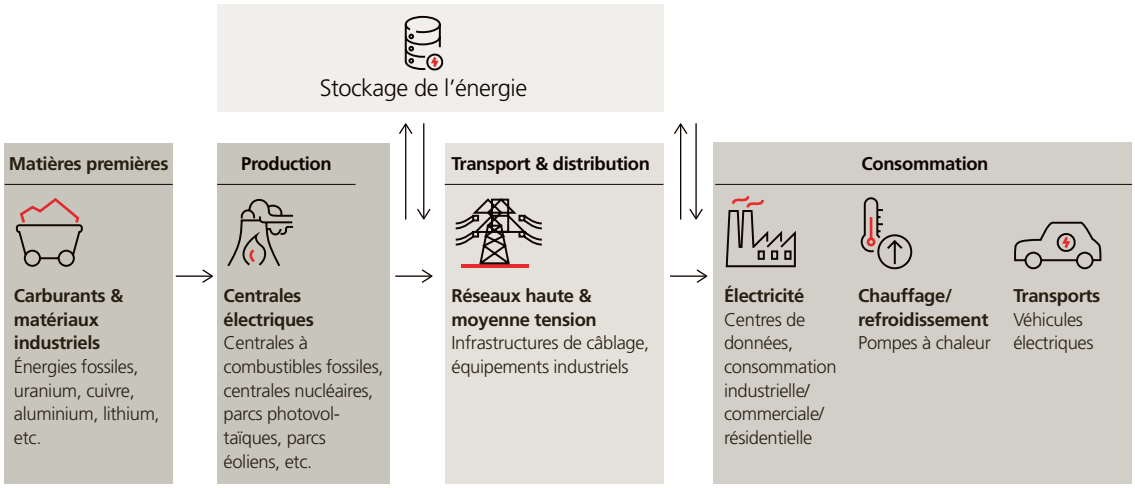
Source: Masanet et al. (2020), Cisco, Agence internationale de l'énergie (AIE), Goldman Sachs, UBS, novembre 2024

Transport et distribution d'électricité: forte croissance en perspective
Au sein de la chaîne de valeur de l'électrification, le maillon du transport et de la distribution électriques est celui qui nous semble promis à la plus forte croissance. Après une décennie de sous-investissement, les réseaux électriques des pays développés ont largement besoin d'être remis à niveau. Dans les pays émergents, de nouveaux réseaux doivent être déployés pour répondre à la demande croissante d'électricité. Le développement d'installations de production plus modestes et moins centralisées exige d'investir dans la modernisation des réseaux, en particulier dans des capteurs, des technologies digitales et des logiciels de gestion de la charge électrique. Par ailleurs, la consommation électrique des ménages et des entreprises étant en hausse, davantage d'équipements, de transformateurs et d'appareillages électriques seront nécessaires.

Matières premières: demande accrue pour les métaux de la transition
Le développement de l'électrification et des énergies renouvelables va se traduire par une demande accrue pour des métaux indispensables à la fabrication des composants électriques et à la production des énergies renouvelables, tels que le cuivre et l'aluminium. Les entreprises dotées d'une solide base de ressources et faisant preuve d'efficacité dans la production devraient bénéficier de cette tendance.

Production et stockage de l'énergie: encore des obstacles majeurs
Les perspectives à long terme semblent prometteuses pour les technologies de production d'électricité, notamment les énergies renouvelables, le gaz naturel/l'hydrogène ou l'énergie nucléaire. Du fait des contraintes foncières, des niveaux de capitaux et de financement requis et des besoins en termes de gestion des réseaux, le développement de nouvelles capacités est toutefois un processus long et complexe. La demande d'équipements pourrait aboutir à des capacités excédentaires et une hausse des droits de douane pourrait peser sur les chaînes d'approvisionnement. Il convient de privilégier avant tout les entreprises en bonne santé financière jouissant d'avantages compétitifs dans les domaines du solaire, de l'éolien, et du gaz naturel/de l'hydrogène. Des technologies émergentes, telles que le stockage sur batteries et les petits réacteurs nucléaires modulaires, recèlent d'ores et déjà des opportunités de croissance.

Chaîne de valeur de l'électrification



Source: UBS

Vendre le dollar à la hausse

Le billet vert pourrait certes continuer à bien se tenir à court terme, mais il nous semble désormais être à des niveaux tendus. Nous recommandons aux investisseurs de profiter des périodes de hausse du dollar pour alléger leur exposition. À cet effet, ils peuvent couvrir leurs actifs en dollars, remplacer leurs liquidités et produits à revenu fixe en dollars par des actifs libellés dans d'autres monnaies ou encore recourir à des options.

Dollar: les arbres ne montent pas jusqu'au ciel
Une phase d'incertitude s'amorce pour le dollar.

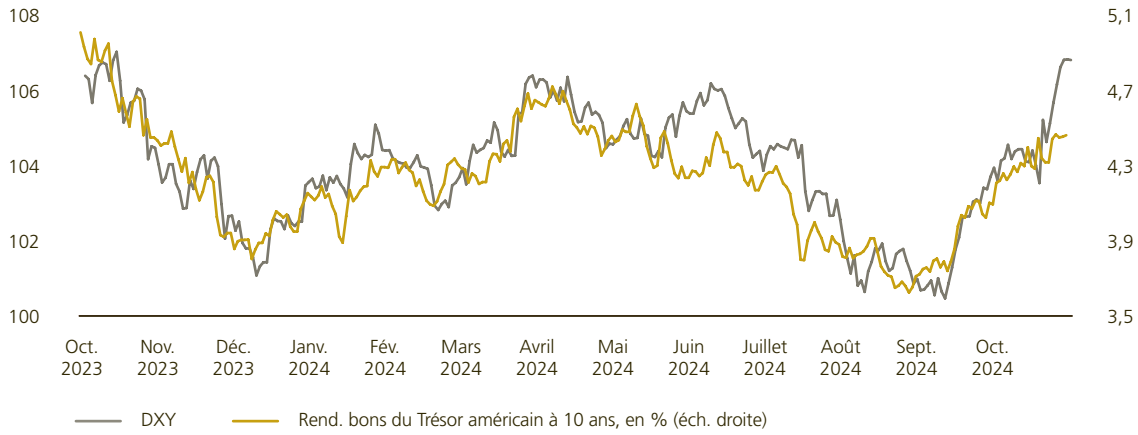
L'allègement de la fiscalité et la dérégulation pourraient attirer les flux de capitaux vers les marchés américains, tandis que les restrictions à l'immigration donneront probablement lieu à des tensions sur le marché du travail et, partant, à un maintien des taux d'intérêt à des niveaux élevés. Une hausse des droits de douane profiterait sans doute au dollar.

Le billet vert paraît toutefois surévalué par rapport à sa juste valeur. Selon nous, les marchés surestiment la probabilité d'un maintien de taux élevés sur une période prolongée par la Fed. En outre, les inquiétudes quant à l'évolution de la dette publique des États-Unis ou les incertitudes en matière de politique étrangère pourraient grever la confiance dans les bons du Trésor américain en tant qu'actifs refuges.

Par conséquent, même si, à court terme, l'annonce de nouvelles mesures pourrait doper le dollar, ce dernier devrait plutôt se rapprocher de 1,12 face à l'euro à fin 2025.

Le dollar américain à un niveau tendu

Indide DXY (éch. gauche) et rendement des bons du Trésor américain à 10 ans, en % (éch. droite)



Source: Bloomberg, UBS, novembre 2024

Nous recommandons aux investisseurs de profiter de toute nouvelle hausse du billet vert pour réduire leur exposition au travers de couvertures, d'un remplacement des liquidités et des produits à revenu fixe en dollars par des actifs libellés dans d'autres monnaies ou encore d'options.

Euro: attentes faibles
La croissance de la zone euro ne brillera sans doute pas par sa vigueur en 2025, mais elle devrait néanmoins être un peu plus forte qu'en 2024. Le sentiment étant loin de l'euphorie en Europe, de bonnes surprises ne sont pas exclues pour l'euro. Dans notre scénario de référence, nous retenons l'hypothèse que les rendements des obligations souveraines en euros ne baisseront plus beaucoup par rapport à leurs faibles niveaux actuels.

À court terme, l'euro pourrait continuer à faire preuve de faiblesse face au dollar, mais il devrait s'apprécier au cours de l'année. Nous tablons ainsi sur un EURUSD à 1,12 à fin 2025.

Franc suisse: les baisses de taux sont pratiquement terminées
Selon nous, la Banque nationale suisse ne devrait plus procéder qu'à deux nouvelles réductions de taux, 25 pb en décembre et encore 25 pb en mars 2025, après les trois coupes de 2024. Par ailleurs, les rendements obligataires suisses ne devraient plus perdre beaucoup de terrain par rapport à leurs niveaux actuels, déjà bas. En termes relatifs, cette situation devrait profiter au franc suisse, dans la mesure où le différentiel de rendement sera moins défavorable à la monnaie helvétique. Le franc pourrait aussi continuer à bénéficier de la demande pour les actifs refuges pour peu que les tensions géopolitiques restent élevées.

Nous anticipons un USDCHF à 0,84 à fin 2025.

Livre sterling et dollar australien: nos monnaies de portage préférées sur les marchés développés
Au regard des niveaux d'inflation et de croissance économique actuels au Royaume-Uni et en Australie, les taux pourraient baisser plus lentement dans ces deux pays que dans d'autres régions, ce qui laisse présager une performance globale relativement plus intéressante.

Nous attendons la paire AUDUSD à 0,68 et la paire GBPUSD à 1,35 d'ici décembre 2025.

Yen et yuan: appréciation du yen, dépréciation du yuan
Nous tablons sur une appréciation du yen en 2025, avec un USDJPY à 145 en fin d'année, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le yen nous semble sous-évalué au regard du différentiel de rendement actuel avec le dollar américain. Ensuite, l'écart de rendement entre les États-Unis et le Japon devrait largement s'amenuiser en 2025, la Fed étant sur une trajectoire de baisse des taux alors que la Banque du Japon augmente les siens. Enfin, sur le plan politique, la faiblesse du yen n'est guère au goût de Donald Trump, et les autorités japonaises ne sont pas favorables à un yen en deçà de 160 face au dollar. Un affermissement du yen serait donc dans l'intérêt tout autant des Américains que des Japonais.

Concernant le yuan, nous anticipons une hausse de l'USDCNY vers les 7,5 à fin 2025. L'augmentation des droits de douane devrait en effet peser sur le yuan même si la banque centrale chinoise intervient pour stabiliser le fixing quotidien de l'USDCNY de manière à éviter la dépréciation de sa monnaie.

Miser sur l'or

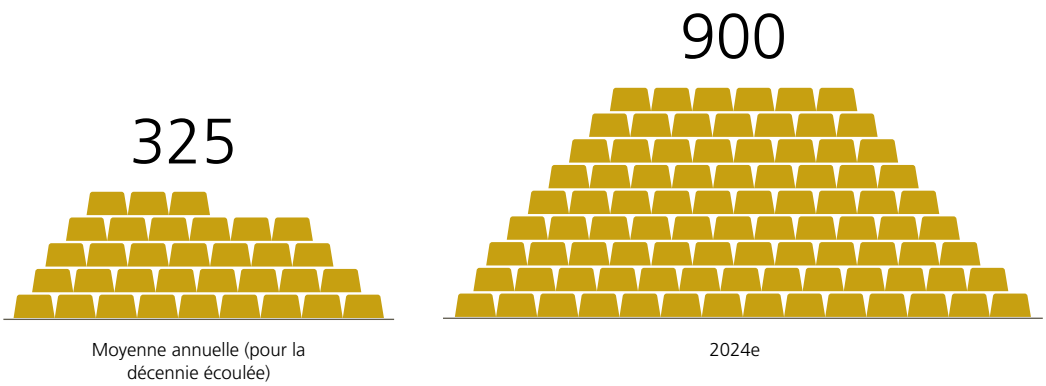
L'or devrait encore gagner du terrain en 2025. Les achats d'or des investisseurs et des banques centrales devraient se poursuivre dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, de persistance des risques géopolitiques et de forte tendance à la diversification au-delà du dollar américain. Le cuivre et d'autres métaux de la transition nous semblent également offrir des opportunités intéressantes dans une perspective de long terme, la demande étant en hausse à la faveur de l'augmentation des investissements dans la production et le stockage d'énergie et dans les véhicules électriques.

Encore du potentiel haussier pour l'or
L'or a atteint le niveau record de 2790 dollars l'once au 30 octobre 2024, après un gain de 35% depuis le début de l'année. Depuis le résultat de la présidentielle américaine, le métal jaune subit de légères corrections, les investisseurs se focalisant sur la victoire sans appel de Donald Trump et sur l'impact positif que les politiques promises par ce dernier pourrait avoir sur les actions américaines.

Toutefois, la tendance à la dédollarisation qui prévaut au niveau des banques centrales et des gestionnaires d'actifs privés devrait se poursuivre. Les achats d'or des banques centrales, que nous estimons à quelque 900 tonnes en 2024, devraient se maintenir à des niveaux largement supérieurs à la moyenne de la décennie précédente, d'environ 325 tonnes par an. De plus, les moteurs traditionnels des prix de l'or tels que la diminution des taux d'intérêt réels, l'affaiblissement du dollar et l'accentuation des incertitudes géopolitiques devraient, selon nous, reprendre le dessus dans l'année à venir.

La demande des banques centrales a soutenu les prix de l'or

Achats des banques centrales, en tonnes



Source: FMI, Conseil mondial de l'or, UBS, novembre 2024

Les prix pourraient battre de nouveaux records en 2025. Les afflux croissants vers les ETF (*exchange-traded funds*) plaident en tous cas dans ce sens: depuis le premier trimestre 2022, les afflux nets sur un trimestre n'avaient jamais été aussi élevés qu'au troisième trimestre 2024.

Encore du potentiel haussier pour d'autres métaux

Les métaux industriels ont souffert ces derniers mois, la faiblesse des chiffres de l'économie chinoise et le risque de diminution des financements consacrés à la politique climatique aux États-Unis ayant pris le dessus sur les craintes de pénuries à plus long terme. Les prix des métaux devraient cependant reprendre des couleurs en 2025 à la faveur de la poursuite de la transition énergétique mondiale, d'autant plus que le nombre de nouveaux projets miniers est décevant. Par exemple, le prix du cuivre pourrait, selon nous, atteindre le niveau pratiquement inédit de 11 000 dollars la tonne à fin 2025. Certains minéraux de niche, tels que le manganèse, les terres rares ou le lithium, nous semblent également receler des opportunités. Une exposition directe à ces métaux étant compliquée, nous préférons acheter les valeurs de certaines sociétés minières ou de transformation qui y sont exposées.

Pétrole: hausse des prix sur fond d'offre potentiellement inférieure aux attentes

Le consensus table sur une offre excédentaire sur le marché du pétrole l'an prochain. Pourtant, vu la faiblesse des prix actuels, la croissance de la production pourrait, selon nous, être plus faible que prévu aux États-Unis. De son côté, l'OPEP+ pourrait hésiter à accroître son offre si elle considère qu'une telle augmentation pèserait sur les prix. L'offre pétrolière pourrait aussi être affectée par de nouvelles sanctions contre l'Iran et le Venezuela.

Parallèlement, la demande pétrolière devrait quelque peu augmenter sur fond de croissance économique solide, de mesures de relance budgétaire et de baisse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale. Le positionnement financier sur le pétrole étant actuellement limité, nous anticipons une hausse modérée du prix du brut en 2025 et privilégions les stratégies génératrices de rendements pariant sur le fait que l'or noir ne tombera pas en deçà d'un certain niveau.

> Parmi les métaux de base cotés, nous avons une forte conviction sur le cuivre.

C’est le moment de s’intéresser à l’immobilier

Les perspectives pour l’immobilier commercial et résidentiel mondial nous paraissent particulièrement engageantes. Dans un contexte d’offre limitée et en baisse alors que la demande est en hausse, plusieurs secteurs devraient tirer leur épingle du jeu. C’est notamment le cas de l’immobilier logistique, des centres de données et du logement collectif. Les investisseurs devraient privilégier des actifs de qualité et la diversification pour tirer pleinement parti de la dynamique favorable du marché.

L’an prochain, l’activité devrait s’intensifier sur le marché mondial de l’immobilier sous l’effet de la baisse des coûts de financement, d’un accès plus facile au crédit et des plus de 400 milliards de dollars de capitaux privés prêts à être déployés. L’activité de transactions, qui avait diminué de moitié à cause des coûts élevés de l’emprunt, devrait se ressaisir dans le contexte actuel de diminution des taux d’intérêt et de resserrement des écarts de financement.

Amélioration de la dynamique offre/demande
La situation varie d’une région ou d’un marché à l’autre, mais globalement la demande toujours solide reste confrontée à une offre restreinte. Depuis la pandémie de Covid-19, l’activité de construction tant dans l’immobilier commercial que résidentiel a, en effet, été freinée par des exigences réglementaires accrues et la hausse des coûts. Il en résulte une raréfaction des biens de qualité dans le neuf, y compris sur le marché, pourtant en difficulté, de l’immobilier de bureaux aux États-Unis.

Cette dynamique devrait s’accompagner d’une diminution des taux de vacance et d’une hausse des loyers qui pourraient se traduire par une appréciation des biens dans les prochaines années.

Opportunités de placement
Les marchés de l’immobilier coté ou non affichent des écarts de rendement attrayants et des décotes intéressantes. Nous recommandons de privilégier les secteurs tirés par une dynamique structurelle solide.

- *Immobilier commercial:* l’immobilier logistique, les centres de données et les tours de télécommunication sont des segments qui nous semblent particulièrement porteurs, surtout aux États-Unis et en Europe, dans la mesure où ils sont exposés à des tendances telles que le commerce électronique et l’IA, et protégés par de fortes barrières à l’entrée.

- *Immobilier résidentiel:* une exposition élargie, couvrant à la fois le logement collectif ainsi que les résidences pour les seniors et les étudiants, est conseillée. Nous sommes, en revanche, plus réservés à l’égard de ce secteur au Royaume-Uni et en Chine.

- *Immobilier de commerce de détail:* ce secteur recèle certaines opportunités, surtout au niveau des commerces répondant aux besoins quotidiens des consommateurs.

- *Immobilier de bureaux:* la prudence s’impose dans ce domaine. Il convient de privilégier les espaces de bureaux centraux de premier ordre et de grande qualité, appelés à faire mieux que les biens plus anciens et de qualité moindre.

Performance de l'immobilier coté
Nous anticipons une performance à deux chiffres de l'immobilier sur les marchés cotés. Les sociétés immobilières américaines se distinguent par des bilans solides. Toutefois, ce sont les REIT (sociétés d'investissement immobilier cotées) et les promoteurs immobiliers de Singapour qui devraient bénéficier le plus de la baisse des taux, tout comme d'ailleurs les promoteurs japonais. Or, leurs cours ne nous semblent pas encore pleinement refléter l'amélioration de la situation en comparaison de leurs homologues américains et européens.

Stratégie sur les marchés privés
Pour les marchés privés, nous tablons sur une performance du même ordre que celle des marchés cotés. Nous privilégions les gestionnaires immobiliers «core»/«core-plus» à même de dégager une croissance du revenu et du capital, notamment dans les secteurs que nous jugeons clés. Nous apprécions également les gestionnaires capables de réaliser des acquisitions opportunistes, au travers de privatisations ou de co-entreprises avec des propriétaires en quête de liquidités. La dette immobilière nous semble aussi receler des opportunités.

Différences régionales au niveau de l'immobilier direct
Concernant les investissements directs dans l'immobilier, le Canada, les États-Unis et l'Europe continentale devraient afficher les meilleures performances sur fond de forte croissance des loyers et de baisse des taux d'intérêt. Nous sommes en revanche moins optimistes à l'égard du marché britannique de l'immobilier résidentiel, en raison des difficultés d'accession à la propriété. Le marché chinois devrait, lui aussi, être confronté à des problèmes, et le rendement des investissements dans l'immobilier résidentiel devrait être inférieur à la moyenne.

Nous tablons sur une reprise de l'immobilier en 2025 avec, à la clé, de belles opportunités dans les segments de l'immobilier commercial et résidentiel.

La décennie à venir

Les «cinq D» que sont la démondialisation, la démographie, la digitalisation, la décarbonation et la dette, devraient jouer un rôle clé dans la décennie à venir, et générer des opportunités, mais aussi des risques pour les investisseurs. Sur le long terme, les cinq D devraient globalement s'accompagner d'une croissance plus forte et de périodes de regain de l'inflation.

Dette: une question de plus en plus préoccupante

Effet sur la croissance ◎ **Effet sur l'inflation** ◎
Idée d'investissement *Actifs réels*

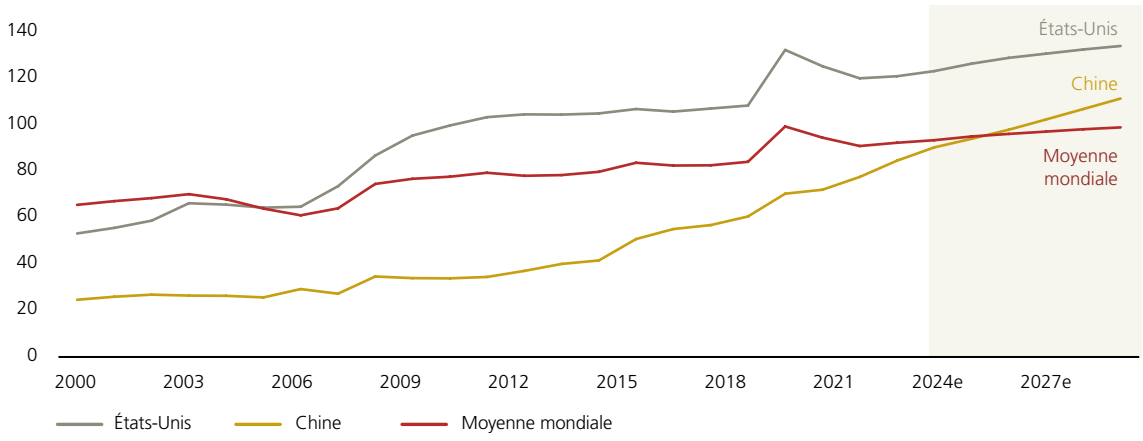
Depuis le début de la décennie, la dette publique a fortement augmenté sous l'effet des plans de relance budgétaire exceptionnels mis en œuvre suite à la pandémie de Covid-19, du vieillissement de la population et de l'augmentation des dépenses consacrées à la défense.

Les niveaux d'endettement sont aujourd'hui si élevés que la capacité des pouvoirs publics à faire face à d'éventuels chocs inflationnistes ou récessions s'en trouve diminuée. Le risque de fluctuation des rendements des obligations souveraines de longue échéance à la faveur de doutes périodiques sur la viabilité budgétaire a, par conséquent, augmenté. Une hausse des impôts pourrait être un moyen de faire face à l'augmentation de la dette.

Les États étant de plus en plus susceptibles de se reposer sur les banques centrales pour financer les déficits publics, nous recommandons aux investisseurs de renforcer leur exposition aux actifs réels (tels que les actions, l'immobilier, les infrastructures et l'or). Ces derniers ont en effet plus de chances d'égaler, voire de dépasser, les taux d'inflation que les liquidités ou les produits à revenu fixe.

Nouvelle hausse en perspective de la dette mondiale, tirée par les États-Unis et la Chine

Dette publique en % du PIB, moyenne mondiale, États-Unis et Chine, avec projections du FMI (zone grisée)



Source: FMI, UBS, novembre 2024

Démondialisation: changement de paradigme

Effet sur la croissance ◎ **Effet sur l'inflation** ⊕ ⊕

Idée d'investissement *Entreprises exposées aux relocalisations et aux infrastructures*

La mondialisation a reculé ces dernières années sur fond de pandémie, de montée du nationalisme, de tensions géopolitiques et de changements technologiques. Dans ce contexte où les intérêts nationaux prennent progressivement le dessus, les barrières commerciales et les politiques protectionnistes reviennent sur le devant de la scène. L'«America First» prônée par Donald Trump pourrait accélérer cette évolution.

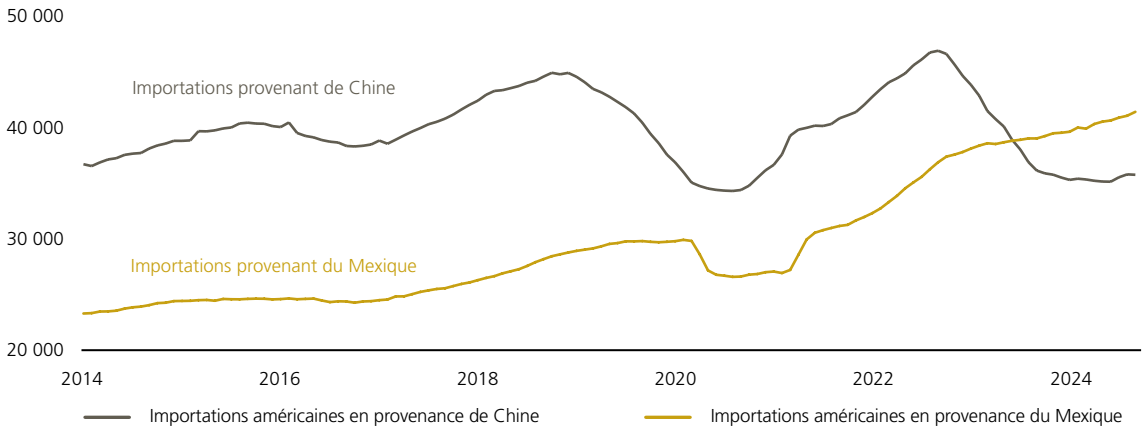
Les conflits en Europe de l'Est et au Moyen-Orient, qui alimentent l'instabilité et découragent la collaboration internationale, ne sont pas pour arranger les choses. Quant aux avancées technologiques, si elles facilitent les communications internationales, elles ont aussi favorisé le développement de stratégies économiques mettant davantage l'accent sur l'auto-suffisance.

Toute mesure visant à restreindre les échanges commerciaux ou la circulation des capitaux pourrait se traduire par des hausses de coûts pour les entreprises et les consommateurs, un ralentissement de la croissance mondiale et un regain d'inflation. L'augmentation des dépenses de défense pourrait aussi conduire à une hausse de l'inflation et de la dette.

La démondialisation s'accompagne néanmoins d'opportunités dans certains secteurs. Ainsi, les investissements et l'innovation dans les domaines de la cybersécurité et de la sécurité nationale pourraient monter en puissance et générer de nouvelles opportunités de croissance à mesure que ces domaines concentrent l'attention des États. Les entreprises exposées aux relocalisations, à l'automatisation et à la sécurité nationale pourraient bénéficier d'une demande accrue.

Augmentation des importations américaines en provenance du Mexique sur fond de tensions entre les États-Unis et la Chine

Importations américaines en provenance de Chine et du Mexique, en millions d'USD, moyenne mobile sur 12 mois



Source: Bloomberg, UBS, novembre 2024

Démographie: jouer la longévité

Effet sur la croissance	Effet sur l'inflation
Idée d'investissement	*Entreprises exposées à la longévité*

Bien que les facteurs démographiques évoluent lentement, le paysage démographique a déjà beaucoup changé depuis le début de la décennie. Selon les Nations Unies, la population des plus de 65 ans s'est accrue de quelque 100 millions de personnes sur les cinq dernières années au niveau mondial.

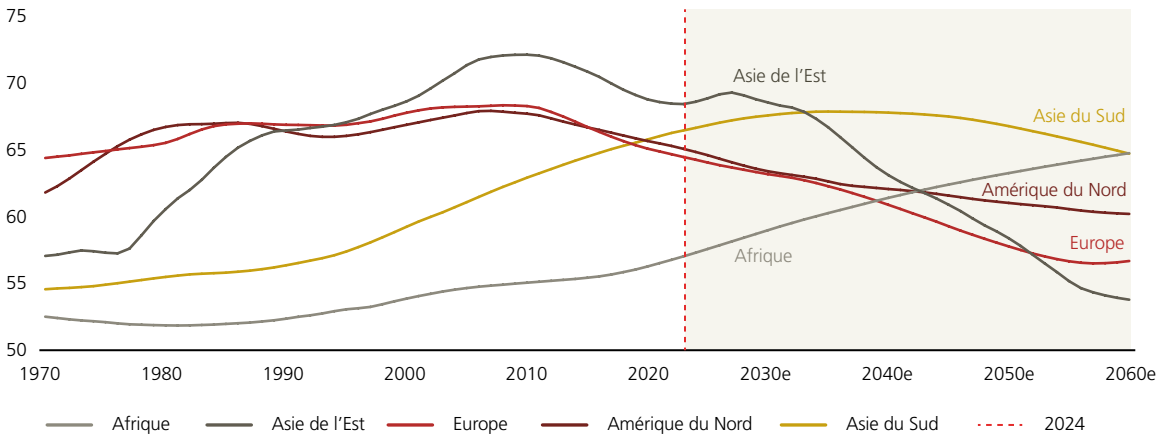
La situation démographique contrastée avec, d'un côté, le vieillissement de la population aux États-Unis, en Europe et en Asie du Nord, et de l'autre, les populations jeunes et en forte croissance de l'Afrique et de l'Asie du Sud, ne va pas sans défis, mais elle est également source d'opportunités.

L'attitude (individuelle ou collective) face aux migrations aura un impact significatif sur la croissance économique et l'inflation.

Pour les investisseurs, le vieillissement de la population des pays développés et l'innovation transformationnelle en lien avec l'allongement de la durée de vie qui l'accompagnera devraient donner lieu à des opportunités intéressantes.

Forte disparités régionales en matière de croissance de la population en âge de travailler

Population en âge de travailler (15 à 64 ans) en % de la population totale, avec projections des Nations Unies



Source: Nations Unies, Département des affaires économiques et sociales, Division de la population (2024), UBS, novembre 2024

Décarbonation: énergie et ressources

Effet sur la croissance ⊖ **Effet sur l'inflation** ⊕⊕

Idée d'investissement *Entreprises exposées à l'innovation dans les domaines de l'énergie et des ressources*

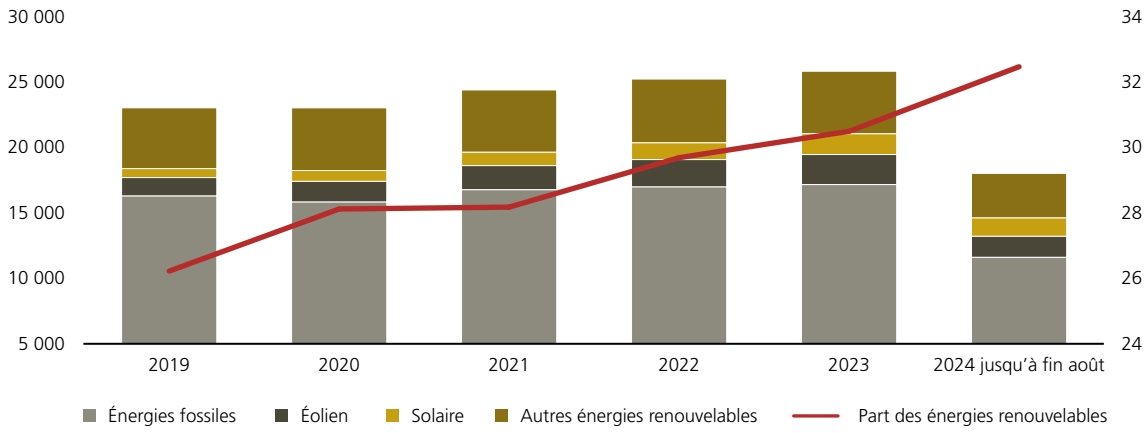
Depuis le début de la décennie, la part des énergies renouvelables dans le mix énergétique mondial a augmenté, tandis que celle des énergies fossiles a diminué. La pression réglementaire en faveur de la décarbonation n'est pas près de s'atténuer, et plusieurs éléments laissent présager une augmentation des prix des ressources rares. Ainsi en est-il du protectionnisme en matière de ressources, des taxes environnementales, de la hausse des coûts assurantiels et des restrictions s'appliquant à certaines sources d'énergie.

Reste à voir si les sociétés sont disposées à accepter une augmentation des prix de l'énergie, surtout dans un contexte de hausse de la demande alimentée par l'essor de l'intelligence artificielle. Quoi qu'il en soit, les investissements massifs nécessaires pour répondre à la demande croissante d'énergie et aux objectifs de durabilité devraient stimuler la croissance économique.

À ce niveau, les meilleures opportunités de placement sont, selon nous, à rechercher du côté de l'innovation dans les domaines de l'énergie et des ressources (voir page 33).

Part croissante des énergies renouvelables dans le mix électrique mondial

Part des différentes sources d'énergie, en TWh (éch. gauche), et part des énergies renouvelables dans le mix électrique (éch. droite)



Source: Ember, UBS, novembre 2024

Digitalisation: la révolution de l'intelligence artificielle

Effet sur la croissance ⊕ ⊕ **Effet sur l'inflation** ⊖ ⊖
Idée d'investissement *Entreprises exposées à l'IA*

L'IA pourrait bien être l'une des innovations les plus décisives du siècle. Pour l'heure, l'attention du marché est focalisée sur les entreprises qui rendent son développement possible. Mais l'impact de l'IA devrait être bien plus large. Elle devrait, selon nous, donner lieu à des gains de productivité, à des innovations et à de nouveaux modèles économiques dans pratiquement tous les secteurs et dans des domaines aussi variés que les tâches routinières ou l'analyse des données.

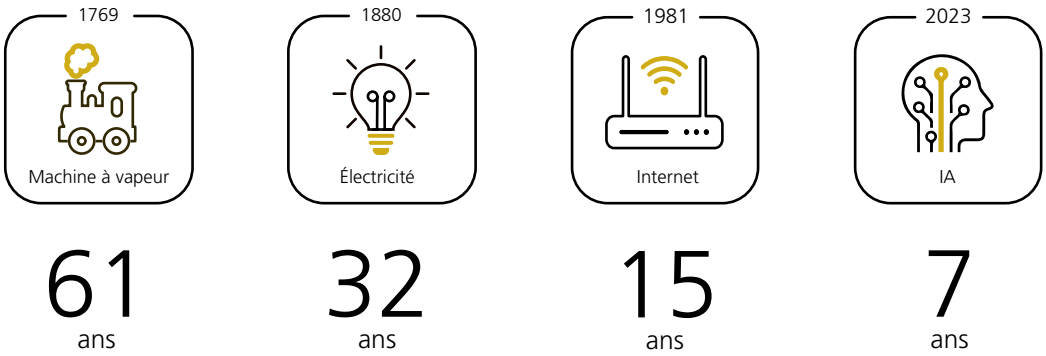
Si le potentiel de l'IA se matérialise, il pourrait en résulter une véritable révolution en termes de productivité, avec une baisse des prix de nombreux biens et services, et une hausse des taux de croissance économique. Quelques exemples tirés du passé permettent de se faire une idée de l'ampleur de l'impact que pourrait avoir l'IA sur la productivité.

Entre 1986 et 2000, la productivité du travail a augmenté de 18% grâce aux ordinateurs. Et depuis 2000 et l'arrivée d'Internet, les gains de productivité s'élèvent à 20%. Si l'on retient l'hypothèse que l'IA permettra une croissance de la productivité de 15%, la création de valeur qui pourrait en découler ressort à quelque 4400 milliards de dollars.

Sur le plan macroéconomique, la révolution de l'IA pourrait contribuer à une baisse de l'inflation et à une hausse de la croissance, et donner ainsi lieu à une augmentation des taux d'intérêt réels dans les prochaines années. Au niveau des entreprises, les trois couches de la chaîne de valeur de l'IA (à savoir, la couche habilitante, celle de l'intelligence et celle de l'application) nous semblent toutes receler des opportunités (voir page 31).

Le délai se réduit entre innovation et croissance de la productivité

Nombre d'années entre l'innovation et la croissance de la productivité, estimations de JPMorgan pour l'IA



Sources: JPMorgan, Crafts (2021), NBER, BEA. Données de décembre 2023

Prévisions par classe d'actifs

Depuis le début de la décennie, le taux de rémunération des liquidités a eu du mal à dépasser celui de l'inflation, et les obligations ont été affectées par l'augmentation des taux d'intérêt. À l'inverse, la période a été prospère pour les actions, tout comme pour les marchés privés et les matières premières. Selon nos prévisions, les actions et les marchés privés devraient continuer à dégager les meilleurs rendements.

Liquidités

Ces dernières années, les liquidités se sont distinguées par une performance réelle particulièrement faible, la hausse des taux d'intérêt n'ayant qu'en partie compensé l'impact de l'envolée de l'inflation. Depuis le début de la décennie, le pouvoir d'achat réel des liquidités s'est inscrit en baisse de 8% en dollars américains, de 13% en euros et de 6% en francs suisses.

Et la situation ne devrait guère s'améliorer, les liquidités étant, selon nous, vouées à rester parmi les classes d'actifs les moins performantes. Avec le cycle de baisse des taux en cours, la rémunération des liquidités devrait, en effet, encore diminuer. Leur performance réelle pourrait aussi être plombée par les poussées inflationnistes périodiques qui devraient accompagner les tendances structurelles telles que la démondialisation, la décarbonation, la hausse de la dette et le vieillissement de la population.

Nous conseillons donc aux investisseurs de réorienter les liquidités logées sur des comptes de dépôt et des fonds monétaires vers des actifs susceptibles de procurer des revenus plus élevés et plus durables.

Obligations souveraines

Les obligations souveraines ont enregistré l'une de leur pire performance sur cinq ans de l'histoire moderne. L'indice Bloomberg US Aggregate Government Bond s'est ainsi inscrit en baisse de 2,8% en nominal.

La situation s'est toutefois améliorée dernièrement pour les emprunts souverains, les rendements étant désormais plus élevés. Les perspectives s'annoncent également meilleures avec le reflux de l'inflation et les réductions à venir des taux des banques centrales.

Cela dit, au regard de l'état des finances publiques, les investisseurs pourraient progressivement exiger des primes de risque plus importantes pour souscrire des obligations souveraines. Par ailleurs, les emprunts de relativement long terme pourraient subir une volatilité accrue si les banques centrales devaient intervenir pour assurer un bon fonctionnement du marché financier.

Les investisseurs ont donc tout intérêt à compléter leur exposition de base aux obligations souveraines par des placements susceptibles de procurer d'autres sources de revenu. À cet effet, ils peuvent notamment miser sur le crédit investment grade, les stratégies de hedge funds axées sur des produits à revenu fixe ou les fonds de crédit privé.

Crédit

Ces dernières années ont également été difficiles pour les obligations d'entreprises, qui ont pâti de la hausse des taux, de l'inflation élevée et du choc causé par la pandémie. Au regard de la croissance américaine plus forte que prévu, de la bonne situation financière des ménages et de la solidité des bilans des entreprises, l'avenir s'annonce néanmoins meilleur. La performance des obligations d'entreprises devrait ainsi s'améliorer par rapport à ces dernières années.

Des corrections ne sont toutefois pas exclues au fil de l'évolution des besoins d'investissement, de la rentabilité des émetteurs et de la composition des indices obligataires, autant d'éléments auxquels les investisseurs devront s'adapter. Une allocation diversifiée au crédit nous semble cependant toujours essentielle dans le cadre d'un portefeuille équilibré.

Actions

Malgré un début de décennie poussif, les actions ont dégagé une très bonne performance sur les cinq dernières années. Les États-Unis ont mené le bal, avec un S&P 500 en hausse de 111% sur la période (à l'heure de la rédaction de ces lignes). Les valeurs technologiques se sont particulièrement bien comportées pendant la pandémie et ont encore gagné du terrain par la suite, dopées par les avancées de l'IA.

Bien que les valorisations soient désormais au-delà des moyennes historiques, les perspectives à long terme nous semblent toujours positives pour le marché américain des actions. En effet, dans les prochaines années, la commercialisation de l'IA devrait tirer les leaders américains de la tech ainsi que d'autres secteurs et marchés sur fond de hausse de la productivité et des marges bénéficiaires. Les actions devraient par ailleurs être moins affectées par la hausse de l'inflation que les produits à revenu fixe. En effet, les entreprises de premier plan seront sans doute en mesure de répercuter la hausse des coûts sur leurs prix.

Les actions devraient, selon nous, rester des moteurs clés de la croissance des portefeuilles sur le long terme. Nous recommandons aux investisseurs de maintenir une exposition suffisante à l'IA et une diversification à l'échelle mondiale.

Produits alternatifs

D'après Cambridge Associates, le private equity mondial affiche une performance annualisée supérieure à celle des actions mondiales depuis le début de la décennie. En outre, les opportunités se multiplient sur ce segment, les entreprises reportant leur cotation ou préférant tout simplement ne pas entrer en bourse. Par ailleurs, les fonds de crédit privé ont investi les domaines boudés par les banques, et les prêts directs affichent une performance plus élevée que les prêts avec effet de levier.

Les marchés privés nous semblent promis à une belle performance dans les quinze prochaines années, et c'est le private equity qui devrait dégager le meilleur résultat en termes absolus. Au regard de l'ampleur

des financements nécessaires pour la digitalisation et la décarbonation, l'éventail des opportunités devrait aussi s'élargir sur les marchés privés.

Pour les investisseurs à même de tolérer une liquidité et une transparence limitées, les produits alternatifs sont devenus un moteur de performance clé et un facteur de stabilisation des portefeuilles.

Matières premières

L'UBS Bloomberg CMCI Composite Index a dégagé une performance de quelque 75% sur les cinq dernières années, sous l'effet de l'augmentation de la demande mondiale d'énergie et de métaux industriels. Face à l'inflation élevée, les investisseurs se sont tournés vers les matières premières à des fins de couverture.

Les perspectives d'avenir de cette classe d'actifs seront probablement influencées par plusieurs tendances de long terme. Ainsi, la démondialisation pourrait donner lieu à des pénuries dans certaines régions. L'adoption croissante des véhicules électriques et les investissements dans des infrastructures neutres en carbone pourraient aussi stimuler la demande pour un certain nombre de métaux et de minéraux. Quant à la demande d'énergie, elle est déjà en hausse sous l'effet de l'essor de l'IA. Parallèlement, le processus de décarbonation, bien que progressif, devrait finir par entraîner une diminution de la part du pétrole et du gaz dans le mix énergétique total.

Dans l'ensemble, les matières premières pourraient subir une volatilité accrue dans les années à venir. Aussi recommandons-nous une approche tactique et une gestion active de l'exposition à long terme à cette classe d'actif.

Monnaies

Depuis le début de la décennie, le dollar américain surperforme la plupart des autres grandes monnaies. En quatre ans, l'indice du dollar pondéré en fonction des échanges commerciaux a gagné environ 10%. Mais le billet vert nous semble désormais largement surévalué par rapport à la plupart des autres grandes devises. Nous estimons la parité de pouvoir d'achat de l'EURUSD à 1,25.

Les facteurs qui soutiennent la monnaie américaine depuis quelques années devraient perdre de leur intensité et le billet vert pourrait commencer à fléchir sous le poids des déficits budgétaire et courant des États-Unis.

Quel positionnement pour l'avenir?

Nos messages stratégiques clés

- Faire travailler les liquidités
- Renforcer les positions de base
- Se diversifier au travers de placements alternatifs
- Optimiser l'effet de levier
- Opter pour une approche active
- Miser sur la durabilité

Vérifier son plan financier

La mise en place d'un plan stratégique articulé autour d'objectifs et de stratégies pour les atteindre permet d'améliorer les chances de succès et de ne pas perdre de vue la perspective d'ensemble dans les phases de turbulences des marchés.

Notre approche Liquidité. Longévité. Legs.* peut aider les investisseurs à fixer des objectifs financiers sur différents horizons temporels:

- *Liquidité:* dans le cadre de la stratégie Liquidité, nous recommandons de conserver suffisamment de fonds, essentiellement sous forme de liquidités et d'obligations à court terme, pour couvrir les dépenses et les engagements des trois à cinq prochaines années. Cette stratégie permet d'offrir une certaine tranquillité d'esprit dans les phases de volatilité du marché, et un processus discipliné de retrait puis de réalimentation de la stratégie durant les phases baissières peut contribuer à la performance au fil du temps.

- *Longévité:* la stratégie Longévité recouvre les fonds nécessaires à l'investisseur pour atteindre ses objectifs financiers tout au long de sa vie. À cet effet, c'est un portefeuille largement diversifié à l'échelle internationale qui nous semble le plus approprié, le but étant d'assurer un bon équilibre entre la performance de long terme et la diversification, de manière à atténuer la volatilité et à gérer au mieux les risques liés aux retraits.

- *Legs:* la stratégie Legs porte sur les fonds qui restent après l'allocation aux composantes Liquidité et Longévité. Elle vise des objectifs posthumes (testamentaires ou philanthropiques notamment). Une fois les besoins du vivant de l'investisseur couverts, l'accent peut être mis sur la maximisation de la croissance par le biais de placements en actions, de stratégies illiquides ou d'investissements à impact. Une planification successorale efficace peut contribuer à maximiser le patrimoine que l'investisseur entend léguer, à améliorer l'impact ou à soutenir des actions philanthropiques.

* Les horizons temporels peuvent varier. Le choix de la stratégie dépend des objectifs de chaque client et de l'adéquation (suitability). Cette approche ne constitue ni une promesse ni une garantie que des gains ou des résultats financiers donnés peuvent être ou seront réalisés.

✓ Faire travailler les liquidités et s'assurer un revenu pérenne

Sur le long terme, la sous-performance des liquidités par rapport à d'autres classes d'actifs est un phénomène structurel. Depuis 1926, les actions ont ainsi surperformé les liquidités dans 86% des cas sur toutes les périodes de dix ans, et dans 100% des cas sur toutes les périodes de vingt ans. Leur performance a, par ailleurs, été 200 fois supérieure à celle des liquidités.

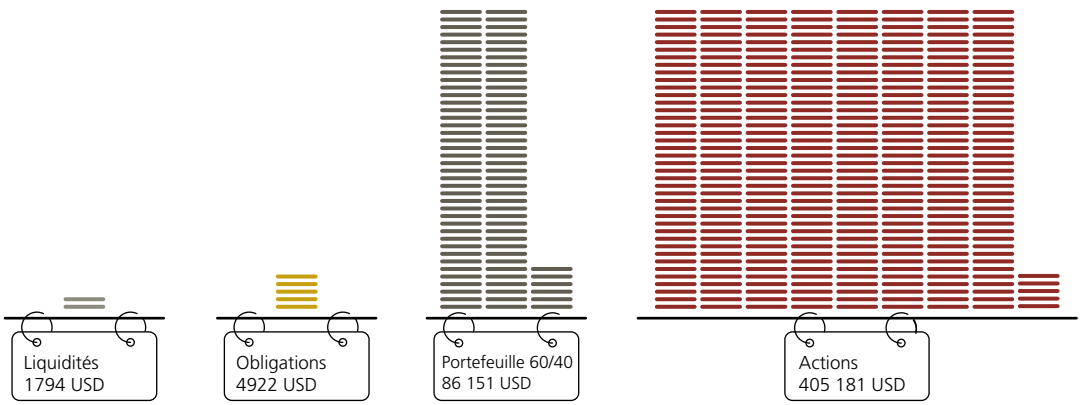
En 2025, faire travailler les liquidités sera plus indispensable que jamais. Avec la probable poursuite de la baisse des taux, la rémunération des liquidités devrait progressivement fondre. Les investisseurs doivent donc trouver d'autres sources de revenus, plus pérennes.

Réorienter les liquidités vers des produits à revenu fixe de qualité peut permettre de fixer les rendements et d'atténuer la volatilité des portefeuilles.

L'investissement des liquidités excédentaires dans des actions génératrices de revenus ou dans des stratégies équilibrées peut aussi assurer des revenus durables et renforcer les chances de faire mieux que l'inflation sur le long terme.

Une stratégie de rentes peut également être un bon moyen de dégager des revenus plus stables et plus prévisibles.

Combien vaudrait aujourd'hui 100 USD qui auraient été investis en 1926?



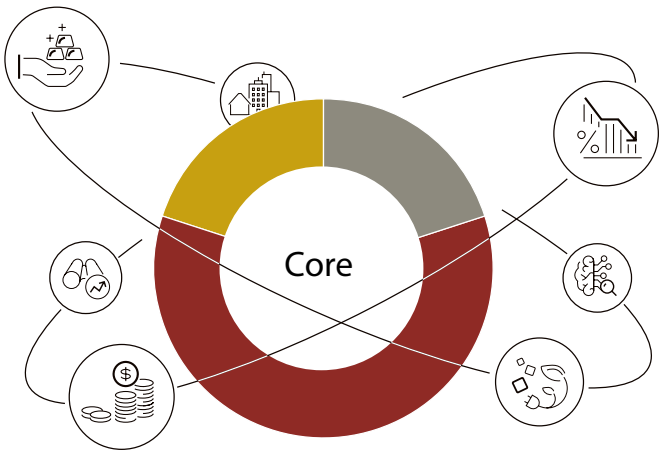
Performance globale des liquidités (bons du Trésor 1 à 3 mois), des actions (S&P 500), des obligations (bons du Trésor américain d'échéance moyenne) et d'un portefeuille 60/40 (60% d'actions du S&P 500 et 40% de bons du Trésor américain d'échéance moyenne), en USD
Remarque: la performance passée ne préjuge pas de la performance future
Source: Morningstar Direct, UBS, novembre 2024

✓ Renforcer les positions de base

Miser sur divers placements individuels peut permettre de construire un portefeuille efficient. Mais la complexité associée à ce type de portefeuille peut amener l'investisseur à perdre de vue ses objectifs premiers, notamment dans un contexte de hausse de la volatilité ou face à des informations financières qui semblent critiques.

Pour éviter tout biais, les investisseurs doivent, selon nous, définir une composante de base («*core*») dans le cadre de leur stratégie de gestion d'actifs. Ce portefeuille de base doit être suffisamment diversifié, tant en termes de classes d'actifs que sur le plan géographique et sectoriel. Reste ensuite à le laisser fructifier peu à peu sur le long terme.

Grâce à cette composante de base, qui permettra d'accumuler les rendements au fil du temps, les investisseurs n'auront plus à se préoccuper de leurs objectifs financiers de long terme, libérant ainsi du temps et de l'énergie mentale pour se consacrer à leurs passions ou rechercher d'autres opportunités tactiques.



À titre illustratif uniquement.
Source: UBS

✓ Se diversifier au travers de produits alternatifs

Une allocation au private equity, à la dette privée, aux infrastructures sur les marchés privés et/ou à l'immobilier privé est un bon moyen de diversifier les sources de rendement, voire d'améliorer la performance du portefeuille. Selon leur tolérance à l'illiquidité, les investisseurs peuvent remplacer quelque 30% de leur exposition aux actions cotées par des placements sur les marchés privés.

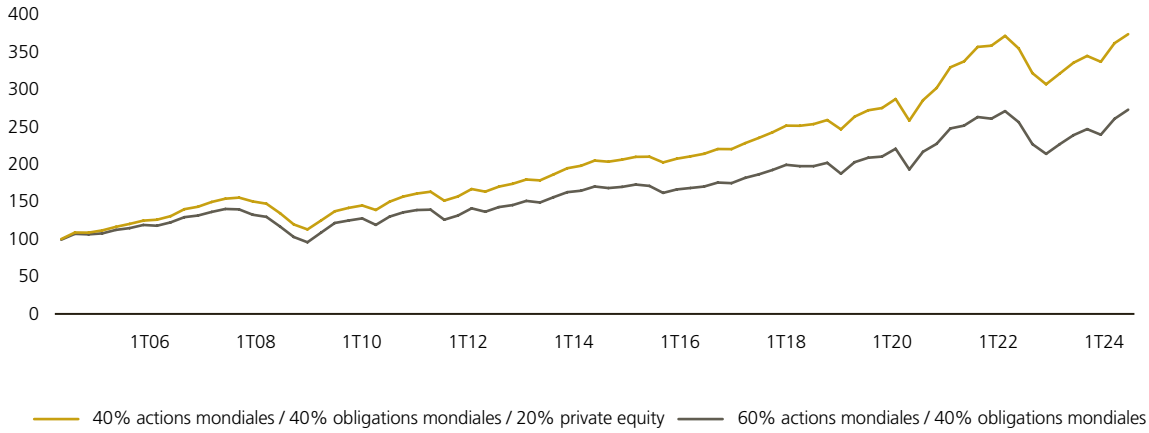
Au niveau des marchés privés, nous apprécions le crédit privé, le buyout orienté value et les marchés secondaires, infrastructures comprises. Sur un plan thématique, nous privilégions les logiciels, la santé et le climat.

Les hedge funds peuvent, quant à eux, remplir différents rôles au sein d'un portefeuille. Ils peuvent ainsi répondre à un simple besoin de diversification ou se substituer à d'autres actifs. Notre analyse sur la base des données depuis 1997 montre que les hedge funds gérés selon des stratégies discrétionnaires Global Macro présentent une corrélation moyenne de 0,2-0,4 avec divers indices obligataires, et une corrélation négative dans les périodes de tensions financières. Les investisseurs peuvent, selon nous, allouer environ 10% aux hedge funds en contrepartie d'une exposition moindre aux obligations et aux actions.

Au niveau des hedge funds, nous privilégions les stratégies *low net equity long/short*, macro et les multi-stratégies ainsi que certains pans du crédit alternatif.

Une allocation au private equity peut contribuer à améliorer la performance

Impact sur la performance de l'ajout de placements de private equity dans un portefeuille, analyse couvrant la période s'étalant de 2004 au premier trimestre 2024



Indices: MSCI ACWI, Bloomberg Global Aggregate, CAPE Global Private Equity
Remarque: pour un portefeuille mis en place au troisième trimestre 2004
Source: Bloomberg, Cambridge Associates, UBS, septembre 2024

✓ Optimiser l'effet de levier

Si emprunter ne va pas sans risque, une approche proactive, prudente et stratégique en la matière peut permettre de renforcer le plan financier de l'investisseur, surtout dans un contexte de baisse des taux.

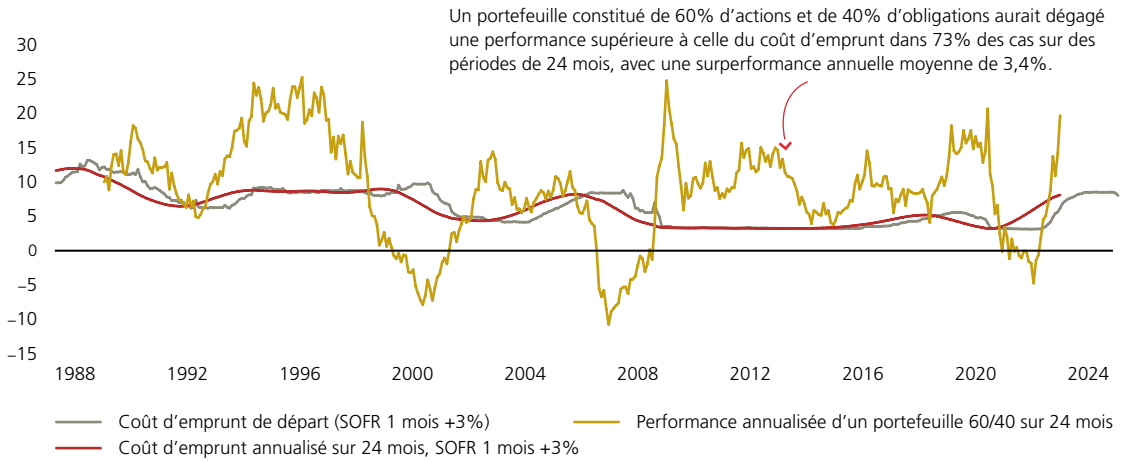
S'il est bien géré, l'emprunt peut être intéressant à plusieurs titres:

- *La gestion des liquidités:* une ligne de crédit flexible peut permettre aux investisseurs de disposer rapidement de fonds en cas de besoin, sans être contraints de vendre leurs actifs ou d'accumuler des liquidités excédentaires. Cette solution peut être particulièrement utile pour acquitter les impôts et répondre aux appels de fonds. Elle peut aussi conférer la flexibilité nécessaire pour effectuer des investissements plus conséquents.
- *L'amélioration de la diversification:* contracter des emprunts en les adossant à des actifs existants et utiliser les fonds ainsi obtenus pour investir dans des actifs moins corrélés aux marchés peut être un bon moyen d'atténuer les fluctuations du portefeuille et d'élargir les sources de rendements. Les cash-flows dégagés ultérieurement par ces placements pourront être utilisés pour rembourser progressivement l'emprunt.
- *La gestion du risque de change:* emprunter dans des devises autres que sa monnaie nationale peut contribuer à atténuer les risques de change qui pèsent sur les revenus générés à l'étranger et à disposer de fonds supplémentaires pour investir dans son propre pays.
- *Doper le potentiel de rendement:* pour les investisseurs ayant une forte tolérance au risque, le recours à l'endettement peut être un bon moyen d'augmenter les gains à long terme dès lors que la performance est supérieure au coût de l'emprunt. Cette stratégie est particulièrement intéressante dans un contexte de baisse des taux. Elle ne va toutefois pas sans risque, l'effet de levier étant susceptible d'amplifier non seulement les gains, mais aussi les pertes.

Les investisseurs doivent soigneusement comparer le taux d'emprunt avec la performance anticipée, prendre en compte les risques de refinancement et de taux d'intérêt, et être bien conscients des risques d'appels de marge en cas de fluctuations du marché.

La baisse des coûts qui accompagne les réductions de taux des banques centrales pourrait renforcer l'attrait des stratégies d'emprunt

Performance sur 12 mois glissants et coûts d'emprunt hypothétiques



Indices utilisés pour le portefeuille 60/40: S&P 500 Total Return, Bloomberg Government Bond Total Return
Source: Bloomberg, UBS, novembre 2024. Portefeuille composé de 60% d'actions du S&P 500 et de 40% d'obligations souveraines. À titre d'illustration uniquement.

✓ Opter pour une approche active

Ces dernières années, la gestion passive s'est largement imposée dans le domaine des placements. Selon LSEG Lipper, en 2023, les actifs gérés par les fonds d'actions appliquant une gestion passive (soit 15 100 milliards de dollars) ont dépassé pour la première fois l'encours des fonds à gestion active (14 300 milliards de dollars) à l'échelle mondiale. Pour les investisseurs, il n'en demeure pas moins nécessaire de veiller à un bon équilibre entre les stratégies actives et les stratégies passives.

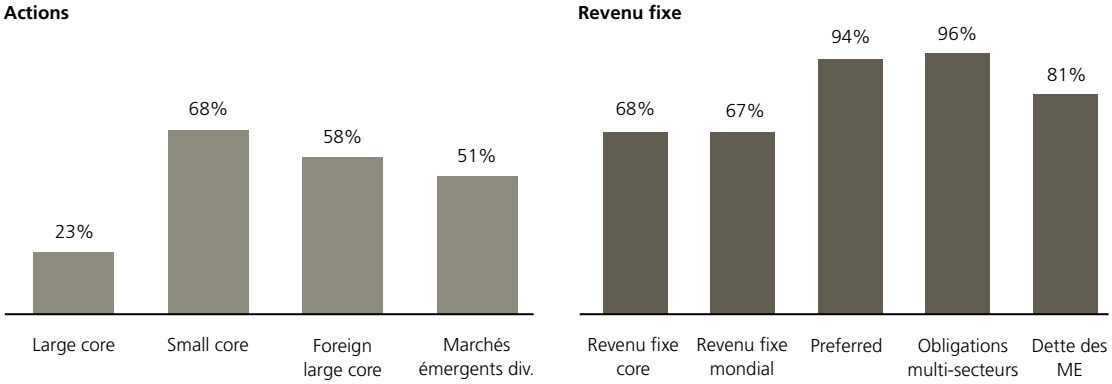
Concernant les actions, l'investissement passif peut être un moyen rapide et peu onéreux de s'assurer une large exposition aux marchés. En revanche, pour les investisseurs souhaitant se positionner sur de nouveaux marchés ou des segments plus spécifiques (comme, par exemple, les petites capitalisations, les nouveaux thèmes de croissance ou les marchés émergents), une stratégie passive peut ne pas être assez fine pour appréhender des secteurs ou des entreprises en évolution rapide dont la couverture est limitée en termes d'analyse. Une approche active peut aussi permettre de tirer parti des changements de régime de la volatilité, en générant des rendements lorsque la volatilité est élevée ou en couvrant les portefeuilles lorsqu'elle est faible.

Du côté des obligations, au regard de la complexité associée à la gestion des pondérations, des échéances, des cash-flows, du risque de duration, du risque de taux d'intérêt et du risque de crédit, il est souvent plus pratique et moins risqué d'opter pour des fonds à gestion active que de gérer soi-même une exposition obligataire.

La génération d'alpha est aussi un objectif essentiel des gestionnaires jouant des placements alternatifs.

Une approche active peut permettre de faire mieux que l'indice de référence

Taux de réussite à 5 ans (performance ann.), proportion de gestionnaires dégageant une performance supérieure à celle de l'indice



Remarque: Indices de référence utilisés pour les actions: S&P 500 (Large Core), Russell 2000 (Small Core), MSCI ACWI ex US (Foreign Large Div. Core), MSCI EM (Div. EM). Indices de référence utilisés pour le revenu fixe: Bloomberg US Aggregate (Core FI), Bloomberg Global Aggregate (Global FI), ICE BofA Fixed Rate Preferred (Preferred), Bloomberg US Universal (Multi-Sector Bonds), JPM EMBI Global Diversied (EM Debt). Les taux de réussite peuvent être plus élevés que dans les faits pour certaines catégories sous l'effet d'un éventuel biais de survivance.
Source: UBS, novembre 2024

✓ Miser sur la durabilité

Des versions durables, ayant jusque-là présenté des caractéristiques de risque et de rendement similaires aux placements traditionnels, existent au niveau de toutes les grandes classes d'actifs, qu'il s'agisse des actions, des obligations ou des marchés privés. Avec le retour de Donald Trump à la Maions-Blanche, nous nous attendons à de la volatilité. Cependant, à plus long terme, la performance des stratégies d'investissement durable diversifiées est, selon nous, davantage tributaire des fondamentaux et du contexte macroéconomique que de la politique.

Du côté des actions, les investisseurs peuvent miser sur les valeurs des entreprises leaders ou en amélioration sur le plan ESG. Au niveau du revenu fixe, ils peuvent opter pour des obligations émises par des banques multilatérales de développement ou des obligations vertes. Les stratégies de crédit gérées selon une approche active sont aussi une possibilité.

Dans le domaine des produits alternatifs, les investisseurs peuvent se tourner vers les hedge funds durables. Ces fonds, qui intègrent des critères ESG dans leurs processus de placement, visent à exploiter les inefficiences du marché liées aux enjeux ESG. Ils peuvent donc donner accès à des opportunités de placement autres.

Sur les marchés privés, les stratégies durables portent sur des secteurs comme les énergies renouvelables et l'agriculture durable. L'objectif est alors d'avoir un impact environnemental et social positif tout en diversifiant le portefeuille et en profitant de rendements compétitifs.

Performance de divers indices

	1 an	5 ans
MSCI ACWI	33%	11,1%
MSCI ACWI ESG Leaders Index	33%	11,1%
Bloomberg US Treasury 5-10	9%	-0,7%
Solactive Global MDB Bond USD 5-10	9%	-0,7%
MSCI USA	38%	14,7%
MSCI USA ESG Leaders	38%	15,1%

Remarque: performance sur cinq ans en termes annualisés
Source: Bloomberg, UBS, à fin octobre 2024

Philanthropie et finance mixte

L'éventail des opportunités associant des objectifs de durabilité et d'impact et des rendements compétitifs est de plus en plus large. Il est toutefois certains enjeux sociaux et environnementaux sur lesquels les investisseurs visant des rendements à la hauteur de ceux qu'offre le marché ne peuvent pas aisément se positionner pour diverses raisons, telles que la taille, le stade de développement, la localisation ou le modèle économique. À cet égard, le financement philanthropique ou concessionnel peut être intéressant pour les investisseurs privés, dans la mesure où il se traduit par des risques réduits grâce à des montages tels que le financement mixte. À noter toutefois que si la finance mixte (*blended finance*) est prometteuse, elle implique des transactions complexes qui nécessitent une analyse approfondie pour répondre aux attentes des investisseurs.

Prévisions

Économie

PIB (%)

	2024e	2025e	2026e	2027e
États-Unis	2,7	1,9	1,6	1,8
Canada	1,1	1,6	1,9	1,7
Japon	-0,2	1,1	0,6	0,6
Zone euro	0,7	0,9	1,1	1,2
Royaume-Uni	0,9	1,5	1,3	1,3
Suisse	1,4	1,3	1,6	1,6
Australie	1,2	2,0	2,2	2,1
Chine	4,8	4,0	3,0	3,6
Inde	6,7	6,3	6,6	6,8
Marchés émergents	4,4	4,0	3,6	4,0
Monde	3,2	2,9	2,6	3,0

Inflation (%)

	2024e	2025e	2026e	2027e
États-Unis	3,0	2,6	2,5	2,5
Canada	2,4	2,0	2,0	2,0
Japon	2,6	2,2	2,1	2,1
Zone euro	2,4	2,1	2,0	2,0
Royaume-Uni	2,5	2,3	2,1	2,0
Suisse	1,1	0,7	1,1	1,0
Australie	3,3	2,7	2,8	2,8
Chine	0,4	0,1	-0,2	0,5
Inde	4,7	4,2	4,3	4,5
Marchés émergents	8,2	4,0	3,0	2,8
Monde	5,8	3,3	2,7	2,6

Source: Haver, CEIC, statistiques nationales, Bloomberg, UBS, au 14 novembre 2024

Classes d'actifs

	Comptant	Juin 2025	Déc. 2025
Actions			
S&P 500	5894	6300	6600
Eurostoxx 50	4790	4850	4900
FTSE 100	8109	8100	8200
SMI	11 640	12 000	12 200
MSCI Asia ex-Japan	708	780	800
MSCI China	65	67	74
Topix	2692	2810	2850
MSCI EM	1090	1180	1220
MSCI AC World	1028	1090	1140
Monnaies			
EURUSD	1,06	1,09	1,12
GBPUSD	1,27	1,33	1,35
USDCHF	0,88	0,85	0,84
USDCAD	1,40	1,37	1,35
AUDUSD	0,65	0,68	0,68
EURCHF	0,94	0,93	0,94
USDJPY	155	150	145
USDCNY	7,22	7,50	7,50
Taux d'intérêt, en %			
USD	4,58	3,83	3,33
EUR	3,25	2,00	2,00
GBP	4,75	4,25	3,75
CHF	1,00	0,50	0,50
JPY	0,25	0,75	1,00
Rend. à 10 ans, en %			
Bons du Trésor 10 ans USD	4,45	4,00	4,00
Bund 10 ans EUR	2,39	2,25	2,25
Gilts 10 ans GBP	4,52	4,00	4,00
Eidg. 10 ans CHF	0,39	0,50	0,50
Obl. souv. japonaises 10 ans JPY	1,05	1,20	1,30
Matières premières			
Brent, USD/baril	72,3	80	80
WTI, USD/baril	68,4	75	75
Or, USD/once	2573	2850	2900
Argent, USD/once	30,4	36	38
Cuivre, USD/tonne	9047	10 000	11 000

Source: SIX Financial Information, UBS, au 14 novembre 2024

Mention légale

Year Ahead 2025 – UBS House View
Ce rapport a été préparé par UBS AG, UBS AG London Branch, UBS Switzerland AG, UBS Financial Services Inc. (UBS FS), UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch, et UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd.
Voir le disclaimer important en fin de document.

Le présent rapport contient les analyses et les opinions de l'ensemble de l'équipe CIO à travers le monde et reflète le leadership intellectuel d'UBS.

Global Chief Investment Officer
Mark Haefele

Rédacteur en chef
Kiran Ganesh

Supervisory Analysts
Aaron Kreuscher
Jess Hoeffner

Clôture de la rédaction
18 novembre 2024

Date de publication
21 novembre 2024

Conception
CIO Content Design
UBS Switzerland AG

Photo de couverture
Getty Images

Langues
Publié en anglais, allemand, français, italien, espagnol, portugais, chinois (simplifié et traditionnel) et japonais

Contact
ubs.com/cio

SAP-Nr. 82251F-2401

Définitions des préférences globales par classes d'actifs
Les préférences par classe d'actifs fournissent de précieuses orientations pour la prise des décisions d'investissement. Ces préférences reflètent le jugement collectif des participants à la réunion House View. Ce jugement est fondé principalement sur l'évaluation des performances globales escomptées pour les indices liquides les plus courants, les scénarios de la House View et les convictions des analystes à l'horizon des douze prochains mois. À noter que l'allocation d'actifs tactique (TAA) au niveau de nos différentes stratégies d'investissement peut ne pas s'aligner sur ces opinions du fait de contraintes liées à la construction et à la concentration du portefeuille, ou aux possibilités d'emprunt.

Attractif: appréciation attribuée lorsque la classe d'actifs est considérée comme attrayante. Les opportunités offertes par la classe d'actifs concernée peuvent être ciblées.
Neutre: appréciation attribuée lorsqu'aucun gain ou perte de grande ampleur n'est anticipé. Il convient alors de maintenir la position dans une optique de plus long terme.
Peu attractif: appréciation attribuée lorsque la classe d'actifs est considérée comme inintéressante. En d'autres termes, mieux vaut se tourner vers d'autres opportunités.

Remarque: pour les actions, nous avons fusionné les catégories «Très attractif» et «Attractif», et «Très peu attractif» et «Peu attractif» du système à cinq niveaux de l'Equity Compass, si bien qu'il n'y a plus que trois niveaux de notation.

Avertissement concernant les informations prospectives
Le présent rapport contient des informations dites «informations prospectives», incluant, sans s'y limiter, des informations relatives à la situation actuelle et anticipée du marché des valeurs mobilières, et des hypothèses concernant le marché des capitaux. Ces informations prospectives représentent notre avis et nos anticipations concernant les sujets évoqués dans le présent document. Toutefois, un certain nombre de risques, d'incertitudes, de changements au niveau du marché et d'autres facteurs importants peuvent donner lieu à des conséquences et des résultats très différents de ce que nous avions anticipé. Ces facteurs comprennent, mais sans pour autant s'y limiter, (1) l'ampleur et la nature des évolutions futures du marché américain et d'autres segments du marché, (2) d'autres évolutions au niveau du marché et sur le plan macroéconomique, y compris les fluctuations des marchés locaux et internationaux des valeurs mobilières, des écarts de crédit, des taux de change et des taux d'intérêt, induites ou non, et provoquées directement ou indirectement, par la crise actuelle du marché, et (3) l'impact de ces évolutions sur d'autres marchés et classes d'actifs. UBS n'est nullement tenue (et décline expressément toute obligation à cet égard) de mettre à jour ou de modifier les informations prospectives suite à de nouvelles informations, des événements à venir ou autres.

Investissements sur les marchés émergents
Les investisseurs doivent avoir conscience que les actifs des marchés émergents sont soumis, entre autres, à des risques liés à la volatilité des monnaies, aux variations soudaines du coût du capital et des perspectives de croissance économique, ainsi qu'à des risques réglementaires et sociopolitiques, des risques de taux d'intérêt et des risques de crédit accrus. Les actifs peuvent parfois être très illiquides et les conditions de liquidité peuvent se dégrader soudainement. Le CIO GWM recommande généralement uniquement les titres qu'il considère enregistrés en vertu des règles d'enregistrement fédérales américaines (article 12 de la loi Securities Exchange Act de 1934) et des règles d'enregistrement des différents États (communément appelées lois « Blue Sky »). Les investisseurs potentiels doivent avoir conscience que le CIO GWM peut, dans les limites prévues par la législation américaine, recommander parfois des obligations qui ne sont pas enregistrées en vertu de la législation américaine ou de la législation d'un État particulier sur les valeurs mobilières. Ces obligations peuvent être émises dans des juridictions où les exigences en matière d'information imposées aux émetteurs ne sont pas aussi fréquentes ou étendues que celles prévues par la législation américaine.

Il est conseillé aux investisseurs souhaitant investir dans des obligations sur une longue période de choisir des obligations souveraines présentant les notes de crédit les plus élevées (autrement dit celles de la catégorie investment grade). Une telle approche devrait permettre de réduire le risque qu'un investisseur se retrouve en possession d'obligations sur lesquelles un État aurait fait défaut. Les obligations dont la note est inférieure au niveau investment grade ne sont recommandées qu'aux clients présentant une forte tolérance au risque et qui souhaitent détenir des obligations à rendement plus élevé sur de courtes périodes uniquement.

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 de méthodes d'évaluations. 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 assujetti 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.

Etats-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 C/2024. CIO82652744
© UBS 2024. Le symbole des trois clés et le logo UBS appartiennent aux marques déposées et non déposées d'UBS. Tous droits réservés.