

Year Ahead 2024

Un nouveau monde

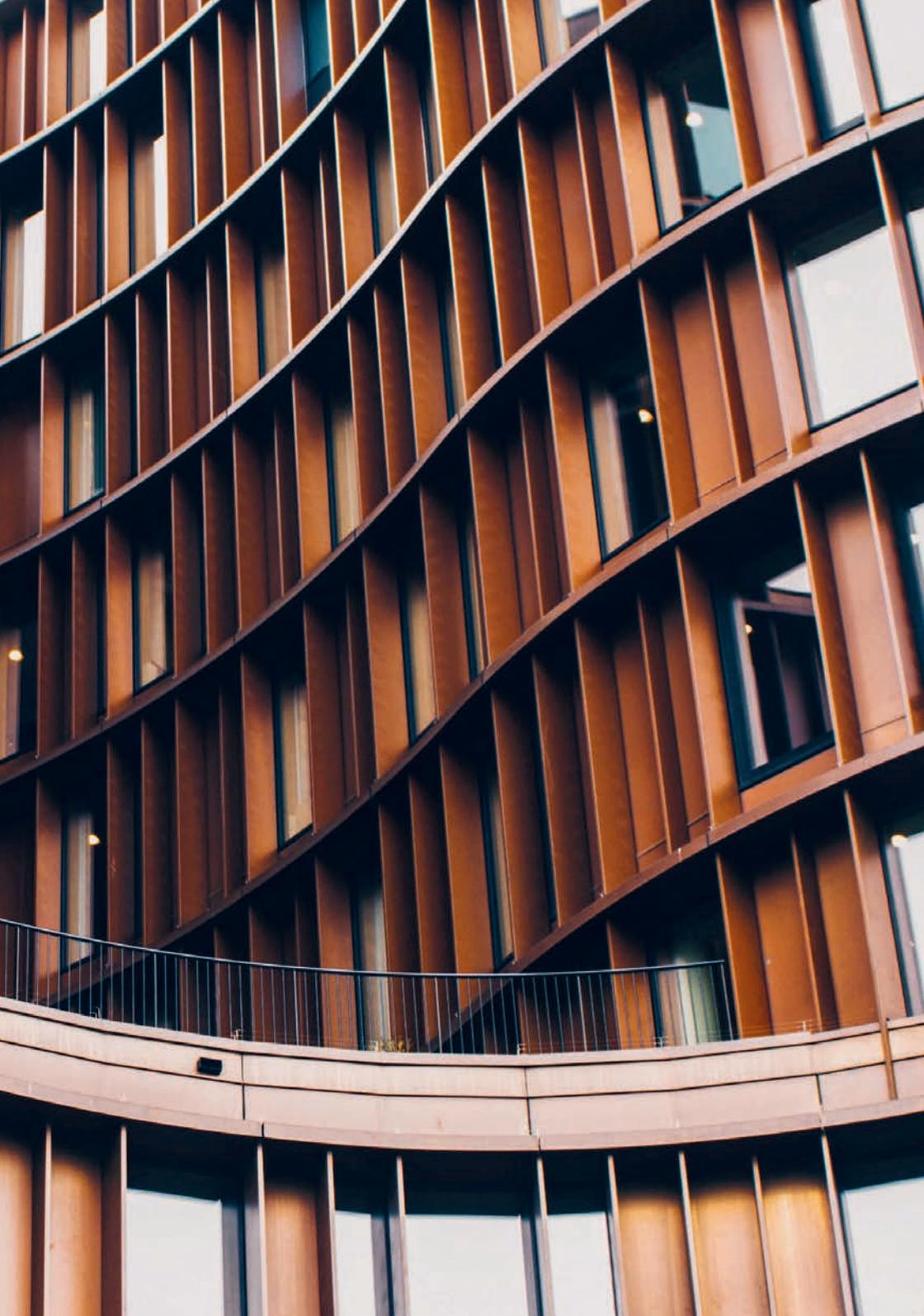
Chief Investment Office GWM | Analyse financière



UBS

Year Ahead 2024 – 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.



Chers lecteurs,

Bienvenue dans le *Year Ahead 2024*.

2023 a été une année historique pour les marchés. Les rendements obligataires ont atteint des niveaux inédits depuis plus de quinze ans. 2023 a aussi été l'année de la première entreprise du secteur de l'intelligence artificielle à atteindre une capitalisation boursière de 1000 milliards de dollars. Et la bonne tenue de l'économie américaine malgré des hausses de taux conséquentes aura déjoué toutes les attentes.

Bien sûr, 2023 a aussi été une année historique pour UBS et, à cet égard, je tiens à vous remercier pour la confiance sans faille que vous n'avez cessé de nous témoigner. C'est pour nous un honneur de vous aider à atteindre vos objectifs financiers dans l'année à venir et au-delà.

Ce *Year Ahead* est consacré à ce que nous avons qualifié de «nouveau monde», à savoir un monde caractérisé par l'incertitude économique et l'instabilité géopolitique, mais aussi par de profonds changements technologiques.

En 2024, il conviendra, selon nous, de mettre l'accent sur la qualité. Avec la baisse des taux d'intérêt, les obligations de qualité devraient offrir à la fois des revenus attrayants et une appréciation du capital. Du côté des actions, ce sont les entreprises de qualité, d'ailleurs nombreuses dans le secteur technologique, qui nous semblent les mieux à même d'afficher une croissance des bénéfices dans un contexte de ralentissement de l'économie mondiale.

Dans ce nouveau monde où la démondialisation, la démographie, la digitalisation, la décarbonation et la dette devraient avoir un impact croissant sur les économies et les marchés dans les prochaines années, nous nous attendons à toute une série de ruptures, notamment dans les secteurs de la technologie, de l'énergie et de la santé. En matière de placements, il s'agira d'identifier les «leaders de la rupture» et les opportunités auxquelles ils donneront lieu tant sur les marchés cotés que privés.

Nous espérons que ce *Year Ahead 2024* vous apportera les éclairages, les analyses et les idées nécessaires pour gérer efficacement votre portefeuille dans ce nouveau monde dans lequel nous nous réjouissons d'ores et déjà de vous accompagner.



A stylized, handwritten signature in black ink, consisting of several fluid, overlapping loops.

Iqbal Khan

Président, UBS Global Wealth Management

08

L'année à venir



Perspectives

09 Un nouveau monde

Questions clés pour 2024

- 13** Quelles sont les perspectives en matière de croissance?
- 16** Quelles perspectives pour les taux et les rendements?
- 19** Quel sera l'impact de la politique sur les marchés?

Investir en 2024

- 25** Gérer les liquidités
- 27** Miser sur la qualité
- 31** Monnaies et matières premières: investir dans des couloirs
- 34** Couvrir les risques de marché
- 36** Se diversifier au travers du crédit alternatif

38

La décennie à venir



Investir dans la décennie à venir

- 39** La décennie à venir
- 43** Prévisions par classe d'actifs
- 45** Quelles seront les implications de l'IA générative pour les marchés et les économies?

Investir dans l'avenir

- 51** Miser sur les leaders de la rupture
- 55** Capter la croissance par le biais des marchés privés
- 58** Trouver le bon équilibre pour l'année et la décennie à venir

Rétrospective et prévisions

- 62** Rétrospective de l'année 2023
- 63** Prévisions



Pour en savoir plus sur notre *Year Ahead 2024*, rendez-vous sur ubs.com/yearahead



Un nouveau monde

Des années après son déclenchement, la pandémie mondiale continue d'avoir un impact tant économique que politique. Nous sommes entrés dans un nouveau monde. C'est le moment de se doter d'un plan, de trouver le bon équilibre, et de faire preuve tout à la fois de discipline et d'agilité.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Jamais auparavant dans l'histoire de l'humanité, une pandémie n'avait amené les autorités publiques à imposer quasi-simultanément une fermeture des économies et à les rouvrir par la suite. Le résultat? Le retour de l'inflation, des tensions sur le marché du travail ainsi qu'une augmentation des taux d'intérêt, des rendements obligataires et de la dette publique. Parallèlement, les conflits dans des régions productrices de pétrole, l'arrivée à maturité de l'économie chinoise et la montée en puissance des politiques industrielles et environnementales nationales sont en train de remodeler la sphère géopolitique. Et, alors que la crainte d'un conflit entre de grandes puissances semble refaire surface, les avancées de l'intelligence artificielle (IA) pourraient aussi transformer l'humanité.

Nous nous retrouvons ainsi dans un «nouveau monde», caractérisé par l'incertitude économique et l'instabilité géopolitique, mais aussi par de profonds changements technologiques.

À quoi s'attendre pour l'année à venir?

Tout d'abord, nous nous attendons à un ralentissement de la croissance de l'économie américaine en 2024, les ménages étant confrontés à des difficultés croissantes. Pour l'Europe, nous prévoyons une croissance toujours morose. Quant à la Chine, elle devrait entrer dans une «nouvelle normalité», avec une croissance plus faible, mais potentiellement de meilleure qualité, que par le passé. Tous ces éléments plaident en faveur d'une allocation à des actions de qualité, y compris dans le secteur technologique,

autrement dit des actions d'entreprises susceptibles de dégager une croissance des bénéficiaires même dans un contexte d'essoufflement de l'activité à l'échelle mondiale.

Ensuite, nous pensons que les banques centrales vont commencer à réduire les taux en 2024. Selon nous, les marchés des obligations souveraines exagèrent le risque que les taux d'intérêt élevés deviennent la normalité. Nous tablons aussi sur une baisse des rendements obligataires en 2024. Un tel contexte invite à limiter l'exposition aux liquidités et à profiter des rendements actuels qu'offrent les obligations de qualité.

Enfin, la politique devrait, selon nous, jouer un rôle très important en 2024. L'élection présidentielle américaine, le conflit entre Israël et le Hamas et celui entre la Russie et l'Ukraine, et la rivalité entre les États-Unis et la Chine sont autant d'éléments qui pourraient affecter le marché mondial. Quant aux décisions politiques d'engager des dépenses budgétaires importantes et non financées, elles font peser une certaine incertitude sur les prévisions économiques sur lesquelles se basent les scénarios de placement, ces prévisions pouvant tout aussi bien évoluer à la hausse qu'à la baisse. Les investisseurs doivent envisager de se couvrir contre les risques de marché. À cet égard, il convient, selon nous, de privilégier les stratégies de préservation du capital, les hedge funds macro, ainsi que le pétrole et l'or en 2024.

Une décennie de transformation

Dans la décennie à venir, l'impact de l'IA, la maturation de l'économie chinoise, la transition énergétique et l'endettement mondial, déjà élevé, devraient encore s'intensifier.

L'IA devrait donner lieu à une création de valeur conséquente dans plusieurs secteurs. Pour l'heure, les investisseurs se sont surtout intéressés aux bénéficiaires les plus probables de l'IA, à savoir le segment du matériel informatique et les plateformes, mais l'IA devrait également avoir un impact important sur les applications.

La Chine devrait s'installer dans une nouvelle normalité. Les contraintes associées aux anciens modèles de croissance devraient se traduire par un ralentissement de la croissance par rapport à ses niveaux des deux dernières décennies. Les investissements en lien avec les efforts du pays pour se doter d'un secteur manufacturier à plus forte valeur ajoutée, stimuler la transition verte et renforcer son auto-suffisance devraient être privilégiés.

Les inquiétudes relatives au changement climatique et à la sécurité nationale tireront la transition mondiale vers la décarbonation. La transition complète vers une économie décarbonée n'ira pas sans difficultés. Il n'en demeure pas moins que les investissements massifs consacrés aux projets de décarbonation sont synonymes de potentiel de croissance élevé pour les fournisseurs de solutions dans ce domaine.

Les investissements publics dans la technologie, l'environnement et l'énergie ainsi que dans la sécurité des personnes et le vieillissement de la population devraient se traduire par une hausse de l'endettement. Cette hausse pourrait accentuer la volatilité des produits à revenu fixe, mais elle devrait aussi s'accompagner de davantage d'opportunités pour les investisseurs privés,

dont les apports de financements vont devenir indispensables. Ces tendances mettent en exergue l'importance d'intégrer des actifs alternatifs au sein de portefeuilles diversifiés dès lors que les investisseurs sont capables de faire face aux risques spécifiques associés aux placements alternatifs.

Que doivent faire les investisseurs ?

Ils doivent, *en premier lieu*, se doter d'un plan. Dans ce nouveau monde, les données sont certes plus accessibles, mais pas forcément plus fiables. Avec les réseaux sociaux, la moindre information est, plus que jamais, montée en épingle. Le résultat? Les comportements sont de plus en plus influencés par des «récits» plus ou moins convaincants, l'information (ou la désinformation) peut affecter les marchés plus rapidement que jamais, et l'opinion publique peut se retourner du tout au tout en quelques jours. Il est essentiel de dresser un plan clair, permettant d'établir un lien entre les stratégies d'une part et les objectifs et valeurs de l'investisseur d'autre part, afin de ne pas perdre de vue la perspective d'ensemble dans un monde toujours plus bruyant.

En deuxième lieu, les investisseurs doivent trouver le bon équilibre. Dans notre scénario de base, les portefeuilles équilibrés devraient bien se comporter en 2024. Notre analyse laisse également penser que la diversification au travers de plusieurs classes d'actifs constituera une couverture efficace contre les scénarios à risque. Dans une perspective de plus long terme, les investisseurs dont la stratégie de base consiste à maintenir un portefeuille multi-actifs diversifié (contenant à la fois des actifs traditionnels et durables) seront, selon nous, les mieux à même de se

protéger et de faire fructifier leur patrimoine réel au fil du temps.

En dernier lieu, il convient de faire preuve d'autant de discipline que d'agilité. La discipline est essentielle en matière d'investissement. Dès lors que l'on met en œuvre la bonne stratégie de base, l'adage selon lequel «l'important n'est pas d'anticiper le marché, mais d'y rester le temps qu'il faut» s'est, jusque-là, toujours vérifié. Mais les marchés évoluent, tout comme les besoins des investisseurs. Les investisseurs doivent donc passer en revue régulièrement leurs plans pour ajuster leurs allocations stratégiques et tactiques ainsi que les idées de placement «satellites».

Les leçons du «monde d'avant»

Face à un nouveau monde, une certaine appréhension peut s'installer. Il faut toutefois se souvenir que depuis 1900, le monde a connu deux guerres mondiales, neuf pandémies, des centaines de guerres civiles ou régionales, plus de 2000 explosions nucléaires, des révolutions dans les pays les plus grands et les plus peuplés de la planète, au moins une douzaine d'hyperinflation, plus de 15 marchés baissiers, plus de 20 récessions et près de 200 défaillances souveraines ou crises de la dette.

Pour ce qui est des placements, trois enseignements peuvent être tirés de ces périodes difficiles: l'intérêt d'une diversification mondiale, les vertus de la patience et, surtout, la résilience et l'ingéniosité de l'espèce humaine.

Nous vous présentons nos meilleurs vœux pour l'année à venir.



Quelles sont les perspectives en matière de croissance ?

La croissance solide qui a caractérisé l'économie américaine en 2023 devrait, selon nous, laisser place à une croissance plus lente, mais toujours positive, en 2024, sur fond de difficultés croissantes pour les ménages. Pour l'Europe, nous prévoyons une croissance toujours molle. Quant à la Chine, elle devrait entrer dans une «nouvelle normalité», avec une croissance plus faible, mais potentiellement de meilleure qualité, que par le passé.

États-Unis

Un ralentissement qui s'est fait attendre.

Soutenue par l'épargne excédentaire des ménages, la croissance américaine a fait preuve d'une résilience plus marquée que prévu en 2023. Elle devrait cependant ralentir en 2024. Les taux d'intérêt élevés devraient en effet freiner la propension à dépenser, les prix des actifs le plus souvent achetés à crédit, tels que l'immobilier ou les voitures, étant au plus haut depuis plusieurs années. Les ménages sont, en outre, confrontés à la fin des aides pour la garde d'enfants, à la réduction du nombre de bénéficiaires du programme Medicaid et à la reprise des remboursements des prêts étudiants. Les taux d'épargne devraient par ailleurs augmenter à mesure que la confiance se dégrade.

Pas de contraction marquée. Nous tablons certes sur un ralentissement, mais une contraction marquée de l'activité nous semble exclue. L'économie américaine trancherait avec ce qui a été observé par le

passé si elle réussissait à éviter une récession après une période de remontée des taux. Mais, dans le cas présent, nous estimons qu'il y a de bonnes raisons d'être optimistes. Tout d'abord, les ménages à revenus intermédiaires, un groupe clé en termes de dépenses, devraient continuer à jouir d'une sécurité de l'emploi importante. Par ailleurs, nous anticipons des investissements conséquents dans l'IA, les semi-conducteurs, les infrastructures et les énergies vertes. Enfin, la solidité de la situation financière des ménages et des bilans des entreprises devrait permettre une certaine résistance face aux chocs négatifs.

Europe

Des facteurs de soutien. Les revenus réels des ménages devraient s'inscrire en hausse à la faveur du fléchissement de l'inflation et de la résilience du marché du travail. Les dépenses de consommation pourraient donc augmenter, d'autant plus que les ménages ont déjà accumulé de l'épargne de

précaution et réduit leur endettement. Les politiques budgétaires expansionnistes, notamment dans les pays d'Europe du Sud et de l'Est, devraient également soutenir la croissance, alors que les financements au titre du plan de relance de l'Europe NextGenerationEU dopent les investissements dans les infrastructures et la production d'énergies bas carbone.

Mais des obstacles persistent. La croissance européenne devrait rester globalement morose. La politique monétaire sera probablement restrictive tout au long de l'année prochaine, même après les trois réductions

de taux que nous anticipons. Les prêts bancaires devraient être freinés par les pressions s'exerçant sur la rentabilité des banques, le soutien moins généreux de la Banque centrale européenne (BCE) et les inquiétudes liées à la rémunération des réserves. La demande extérieure limitée et les prix de l'énergie élevés devraient, par ailleurs, peser sur les exportations et le secteur manufacturier.

Chine

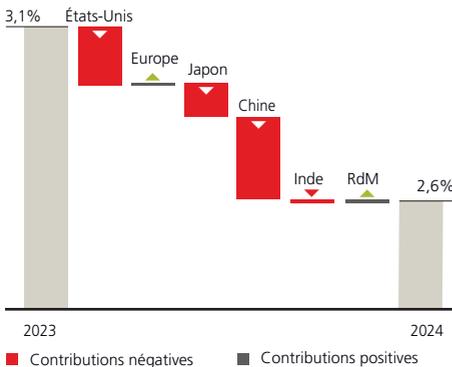
Une nouvelle normalité. Pour 2024, nous tablons sur une croissance de l'économie chinoise de 4,4%, inférieure à celle de 5,2% attendue pour 2023, sur fond de consommation en baisse, de ralentissement de la demande extérieure et de difficultés du secteur immobilier. À plus long terme, la diminution de la population active, les limites structurelles du modèle de croissance tirée par le commerce, et la fragilité des équilibres géopolitiques devraient sonner le glas de la période où la croissance annuelle de l'économie chinoise était systématiquement supérieure à 6%.

Toujours un moteur de la croissance mondiale. Cette nouvelle normalité ne signifie cependant pas que l'économie chinoise n'a plus de poids. Beijing a récemment annoncé un programme d'émissions obligataires de 1000 milliards de yuans qui pourrait valoir quelque 0,4 à 0,8 point de pourcentage supplémentaire à la croissance du

Figure 1

Un ralentissement de la croissance mondiale qui devrait être induit principalement par les États-Unis et la Chine

Prévisions de croissance du PIB mondial et principaux contributeurs au ralentissement



Remarque: RdM = Reste du monde

Source: UBS, novembre 2023

Qu'implique la «nouvelle normalité» chinoise pour la décennie à venir?

Pour en savoir plus, veuillez consulter la section «La décennie à venir» sur ubs.com/yearahead



PIB l’an prochain et ouvrir la voie à d’autres mesures de soutien à l’économie en 2024. À plus long terme, les dépenses de consommation, le leadership en matière de transition vers le bas carbone et la montée en gamme des chaînes de valeur industrielles devraient s’imposer comme des moteurs de croissance durables et de qualité.

Implications pour les investissements

Acheter des obligations de qualité. Le ralentissement de la croissance devrait, selon nous, entraîner une révision à la baisse des anticipations de taux d’intérêt et une réduction des rendements en 2024, rendant les obligations de haute qualité particulièrement attrayantes. Plus de détails [en page 27](#).

Acheter des actions de qualité. Si les marchés actions devraient globalement s’inscrire en hausse, nous apprécions surtout les entreprises de qualité, y compris au sein du secteur technologique, qui ont la capacité d’augmenter leurs bénéfices dans un contexte d’essoufflement de l’activité. Plus de détails [en page 28](#).

Prévisions UBS de croissance du PIB réel

2023		2024	
2,4%	▶	1,1%	États-Unis
0,5%	▶	0,6%	Zone euro
5,2%	▶	4,4%	Chine

Source: UBS, novembre 2023

Les enseignements du passé

La Fed réussira-t-elle à défier le sort et à éviter une récession?

Comme le montre l’analyse historique, les resserrements monétaires agressifs débouchent le plus souvent, quoique pas toujours, sur une récession.

Ainsi, depuis 1971, avant le cycle actuel, on compte huit cycles de hausses des taux au cours desquels la Fed a relevé ses taux de plus de 200 points de base (pb). Ces resserrements ont été suivis d’une récession dans cinq cas, y compris dans les quatre où les taux avaient été augmentés de 375 pb ou plus. La Fed n’a réussi un atterrissage en douceur que dans deux cas, en 1983–1984 et en 1994–1995. Ces atterrissages en douceur ont été rendus

possibles notamment par un contexte d’anticipations d’inflation bien ancrées, de marché du travail tendu et d’épargne des ménages conséquente. Or, ces trois éléments sont aussi présents aujourd’hui. À noter que la récession de 2020, elle, a été provoquée par la pandémie de coronavirus.

Notre scénario de base reste celui d’un atterrissage relativement en douceur de l’économie américaine en 2024, sur fond de demande de main d’œuvre robuste, d’investissements importants, et de situation financière des ménages et de bilans d’entreprises solides.

Quelles perspectives pour les taux et les rendements?

Les banques centrales devraient, selon nous, entamer un cycle de réduction des taux en 2024. Les marchés des obligations souveraines nous semblent exagérer le risque que les taux d'intérêt élevés deviennent la norme. En outre, les rendements obligataires devraient reculer en 2024.

Inflation et taux

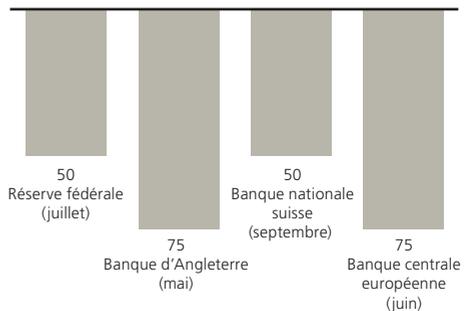
Retour à la normale. L'inflation s'est rapprochée des cibles des banques centrales en 2023, une tendance qui devrait se poursuivre en 2024. Dans le cadre de notre scénario de référence, nous anticipons une inflation sous-jacente de l'ordre de 2 à 2,5% à fin 2024 tant pour les États-Unis que pour la zone euro. Les prix devraient être freinés essentiellement par le fléchissement de l'inflation pour les propriétaires de logements, la diminution de la demande de consommation et la croissance moindre des salaires.

Baisse des taux en perspective. L'essoufflement à la fois de la croissance et de l'inflation devrait permettre une réduction des taux d'intérêt en 2024. Même si l'inflation restera probablement supérieure à 2% pendant la majeure partie, voire la totalité, de l'année à venir, nous pensons que les décideurs seront, vers le milieu de l'année,

Figure 2

Nos prévisions en matière de baisse des taux directeurs

Baisses cumulées en 2024, en pb, et mois de la première baisse (entre parenthèses)



Source: UBS, novembre 2023

suffisamment confiants quant à un retour durable de l'inflation vers sa cible. Dans notre scénario de référence, la BCE et la Banque d'Angleterre devraient toutes deux abaisser leurs taux de 75 pb en 2024, et du côté de la Fed et de la Banque nationale suisse, nous prévoyons un assouplissement de 50 pb l'an prochain.

Rendements

Les marchés s'attendent à des taux élevés pour une très longue période. Les marchés anticipent un maintien des taux de la Fed au-delà de 4,2% sur les cinq prochaines années. Il est possible que les taux d'intérêt restent élevés plus longtemps que nous le prévoyons. En revanche, il nous semble fort peu probable que la Fed ne soit pas contrainte de ramener les taux en deçà de 4% ou d'intervenir de quelque autre manière sur les marchés au cours des cinq prochaines années. Durant cette période, au moins une récession, une phase d'inflation faible ou des turbulences financières sont probables. Ces prévisions pourraient cependant être compromises par les décisions politiques d'engager des dépenses budgétaires importantes et non financées.

Baisse des rendements obligataires en perspective. Le ralentissement de la croissance en 2024 devrait s'accompagner d'une révision à la baisse des anticipations de taux d'intérêt, tant à court qu'à long terme. En conséquence, nous tablons sur un recul des bons à 10 ans du Trésor américain à 3,5% d'ici à fin 2024. Comme indiqué de manière plus détaillée dans notre bonus (voir lien ci-dessous), nous estimons le rendement d'équilibre à 10 ans à 3,5% (sur la base d'une combinaison associant un taux d'inflation de 2 à 2,5%, un taux d'intérêt réel neutre de 0,5 à 1%, et une prime de terme de 0,5%).

Implications pour les investissements

Gérer les liquidités. Les taux d'intérêt et les anticipations en la matière étant appelés à diminuer, les investisseurs gagneraient à ne pas détenir trop de liquidités et à optimiser les rendements. Plus de détails [en page 25](#).

Acheter des obligations de qualité. Les obligations de qualité offrent des rendements attrayants ainsi qu'un potentiel d'appréciation du capital si les marchés commencent à revoir à la baisse leurs anticipations concernant les taux d'intérêt en 2024. Plus de détails [en page 27](#).

Un endettement et des taux élevés, la nouvelle normalité?

Pour en savoir plus, veuillez consulter la section «La décennie à venir» sur ubs.com/yearahead



Les enseignements du passé

Au regard des expériences passées, quelle évolution possible pour les taux et les rendements?

Les taux ne se maintiennent pas longtemps à leur pic. Sur les dix cycles de hausses des taux mis en œuvre par la Fed depuis 1970, les taux se sont maintenus à leur pic sur une période médiane de trois mois. Le pic le plus court a été d'un mois, et le plus long de quinze mois.

Les réductions de taux peuvent être brutales. Par le passé, lorsque la Fed a commencé à réduire les taux, la baisse moyenne a été de 260 pb sur les douze premiers mois (à l'exception toutefois de 1987 et de 2006, où les taux ont de nouveau augmenté après une pause) et de 410 pb dans

les 24 premiers mois. Aujourd'hui, les marchés tablent sur un repli des taux de 150 pb à horizon de deux ans.

Les rendements redescendent sur terre. La récente hausse des rendements des bons à 10 ans du Trésor américain n'est pas la première à avoir été aussi rapide. En effet, depuis 1962, on ne compte pas moins de seize épisodes où les taux longs ont grimpé de plus de 100 pb en six mois. À l'exception de la période 1979-1980, tous ces épisodes ont été suivis d'une baisse des rendements dans les douze mois. Il ne devrait pas en être autrement cette fois-ci.

Figure 3

Les réductions de taux peuvent être brutales

Taux des fonds fédéraux américains, en %, et périodes de récession aux États-Unis en gris



Source: Bloomberg, UBS, novembre 2023

Quel sera l'impact de la politique sur les marchés?

La politique devrait, selon nous, jouer un rôle majeur en 2024. L'élection présidentielle américaine, le conflit entre Israël et le Hamas et celui entre la Russie et l'Ukraine, et la rivalité entre les États-Unis et la Chine sont autant d'éléments qui pourraient affecter les marchés. Les investisseurs doivent se préparer à des accès de volatilité induits par des facteurs politiques et penser à se couvrir.

Élection présidentielle américaine

Évaluation des chances des deux candidats.

Le président Joe Biden et l'ancien président Donald Trump sont aujourd'hui en tête dans la course à l'investiture par leur parti respectif.

Les parieurs attribuent une probabilité de 70% à l'investiture de Joe Biden par le parti démocrate, un taux étonnamment faible pour un président sortant qui se représente. Pour Donald Trump, bien que les parieurs estiment à 80% ses chances d'investiture par le parti républicain, ses démêlés avec la justice pourraient échauder les électeurs qui ne sont affiliés à aucun parti et réduire ses chances d'accéder à la présidence. Pour les parieurs, cette probabilité est de 35% (et d'à peine 30% pour Joe Biden). La désaffection à l'égard des deux candidats pourrait permettre à d'autres candidats d'entrer dans la course ou empêcher un candidat de remporter la majorité parmi les grands

électeurs, si bien que la décision serait dévolue à la Chambre des représentants.

Vers un Congrès divisé. Un congrès divisé nous semble le scénario le plus probable à l'issue des élections de 2024. Les républicains devraient, selon nous, remporter le Sénat où ils ont moins de sièges à défendre. Le Parti démocrate a, en revanche, plus de chances de reprendre le contrôle de la Chambre des représentants, certains républicains risquant de ne pas être réélus à la suite de l'éviction de l'ex-président de la Chambre, Kevin McCarthy.

Un Congrès divisé implique que les lois devront être adoptées sur une base bipartisanne. Des réformes de grande envergure sur le plan national (comme par exemple en matière de politique fiscale ou de politique de la santé, ou encore d'investissements pour lutter contre le changement climatique) auront donc peu de chances de voir

le jour. Le président en exercice aura néanmoins la main sur la politique étrangère et, partant, sur des questions comme les relations avec la Chine, la guerre entre la Russie et l'Ukraine et le conflit entre Israël et le Hamas.

Conflit entre Israël et le Hamas

L'évolution du conflit entre Israël et le Hamas reste des plus incertaines, alors que la crise humanitaire s'amplifie. À l'heure où nous rédigeons ce rapport, le conflit se limite à une confrontation entre le Hamas et Israël au niveau des zones géographiques sous le contrôle des deux belligérants. Le risque d'une escalade dans la région, impliquant d'autres pays, semble cependant de plus en plus réel. Les opérations terrestres de l'armée israélienne à Gaza ainsi que les échanges de tirs entre Israël et le Hezbollah et d'autres groupes proches de l'Iran laissent en effet plutôt présager une détérioration de la situation.

Répercussions sur le marché pétrolier. Dans notre scénario de référence, nous tablons sur un Brent fluctuant dans un couloir de 90 à 100 dollars le baril. Il pourrait toutefois aller jusqu'à 100 à 110 dollars le baril si les exportations iraniennes de brut étaient réduites de 500 000 barils par jour environ. Un élargissement du conflit à d'autres pays de la région, dont des pays producteurs de pétrole, pourrait même pousser les prix au-delà des 120 dollars le baril.

Conflit entre la Russie et l'Ukraine

À l'heure où nous rédigeons le présent rapport, ce conflit a un impact quotidien limité sur les marchés financiers mondiaux. Cela dit, la baisse de l'offre de pétrole à laquelle il a donné lieu sur les marchés mondiaux a entraîné un risque accru de choc pétrolier.

America First? Si Biden remporte l'élection présidentielle, nous pensons que les États-Unis continueront à apporter un soutien militaire et financier à l'Ukraine. Si, en revanche, Trump l'emporte avec un programme «America First» (l'Amérique d'abord), l'aide financière et militaire américaine à l'Ukraine pourrait fortement diminuer. Les pays européens devront alors, soit augmenter leur soutien de manière conséquente (avec les risques budgétaires que cela implique), soit se résoudre à de possibles avancées militaires de la Russie.

Rivalité entre les États-Unis et la Chine

Commerce et technologie. Les relations commerciales sino-américaines semblent s'être installées dans un équilibre précaire en 2023, mais les efforts de la Chine pour devenir auto-suffisante en matière de semi-conducteurs menacent cet équilibre. La Maison Blanche tente de bloquer l'accès de la Chine aux puces essentielles à l'IA et aux technologies permettant leur fabrication.

Taiwan. La coopération dans l'intérêt de l'ensemble des parties devrait se poursuivre tant entre Taïwan et la Chine qu'entre Taïwan et les États-Unis. L'accentuation des tensions sino-américaines autour de la question de Taïwan pourrait toutefois avoir des conséquences non négligeables sur les chaînes d'approvisionnement mondiales avec, par la suite, des répercussions aussi bien sur les marchés mondiaux que sur les relations diplomatiques.

Implications pour les investissements

En [page 34](#), nous abordons de manière détaillée les principaux moyens dont les investisseurs disposent pour couvrir leurs portefeuilles en 2024, notamment au travers de stratégies de préservation du capital, du pétrole, de l'or et des hedge funds.

Les enseignements du passé

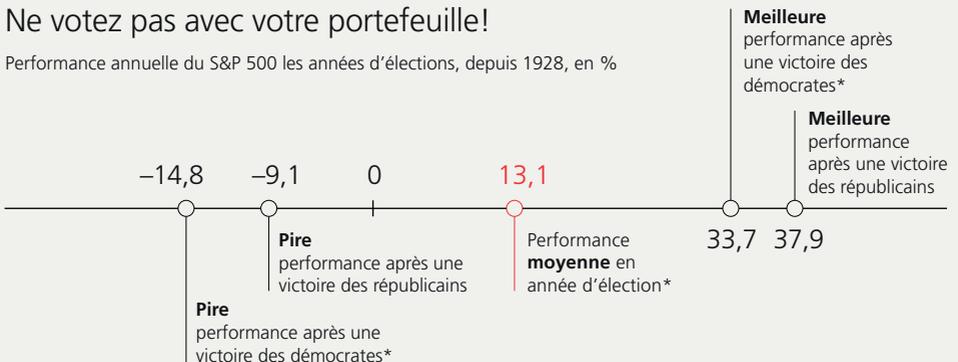
Les élections présidentielles américaines ont-elles un impact sur les marchés?

Les élections présidentielles américaines ont indéniablement des conséquences importantes sur la politique nationale et étrangère des États-Unis. En revanche, leur impact semble plus limité sur les marchés.

Nous recommandons aux investisseurs d'exprimer leurs opinions politiques par le biais des urnes plutôt qu'au travers de leurs portefeuilles.

Ne votez pas avec votre portefeuille!

Performance annuelle du S&P 500 les années d'élections, depuis 1928, en %



* À l'exception de 2008 où le S&P 500 a dévié de 37% sous l'effet principalement de la crise financière mondiale.

Source: Bloomberg, UBS, novembre 2023

Scénarios

Scénario de référence: atterrissage relativement en douceur

Probabilité: 60%
S&P 500: 4700 | Taux US 10 ans: 3,5% | EURUSD: 1,12

Dans ce scénario, les actions tout comme les obligations devraient dégager une performance positive en 2024. Le ralentissement de la croissance américaine, le fléchissement de l'inflation et la révision à la baisse des anticipations de taux d'intérêt sont autant d'éléments qui plaident pour une réduction des rendements. Le contexte devrait ainsi devenir plus favorable pour les obligations et les actions. Les bénéfices devraient restés orientés à la hausse en l'absence de récession sévère aux États-Unis.

Scénario baissier: atterrissage brutal

Probabilité: 15%
S&P 500: 3500 | Taux US 10 ans: 2,75% | EURUSD: 1,00

Dans ce scénario, nous anticipons une performance négative pour les actions et positive pour les obligations. Un ralentissement brutal de la croissance (découlant potentiellement de l'effet cumulé des hausses des taux d'intérêt) débouche sur une récession modérée ou sévère. Le sentiment en berne des investisseurs et les anticipations de bénéfices nettement plus pessimistes plombent les cours des actions. Les obligations se comportent bien sur fond de dégringolade des anticipations de taux d'intérêt et de repli des investisseurs vers les valeurs refuges.

Scénario haussier: accélération

Probabilité: 20%
S&P 500: 5100 | Taux US 10 ans: 5% | EURUSD: 1,18

Ici, nous anticipons une performance positive pour les actions et étale pour les obligations. La solidité de la croissance économique dope les bénéfices des entreprises, le sentiment des investisseurs et, partant, les cours des actions. À l'inverse, la croissance résiliente et l'inflation obstinément supérieure à la cible maintiennent les rendements obligataires à un niveau élevé, voire les poussent à la hausse, ce qui se solde par une performance étale pour les obligations.

Scénario baissier alternatif: cerbères obligataires

Probabilité: 5%
S&P 500: 3800 | Taux US 10 ans: 6% | EURUSD: 1,10

Ici, les actions tout comme les obligations dégagent une performance médiocre. Les rendements obligataires continuent d'augmenter, sous l'effet éventuellement des inquiétudes liées aux déficits budgétaires excessifs, à la hausse des prix de l'énergie, ou des craintes d'une période prolongée d'inflation supérieure à la cible. La hausse des rendements obligataires pèse aussi sur les actions, les taux d'intérêt plus élevés plombant les estimations de juste valeur et certains investisseurs se détournant des actions au profit des obligations.



Comment investir en 2024?

Pour tirer au mieux parti des opportunités dans l'année à venir, les investisseurs doivent, selon nous, articuler leurs placements autour de cinq grandes idées :

Gérer les liquidités

Les taux d'intérêt étant appelés à diminuer, les investisseurs auront, selon nous, intérêt à réduire leur exposition aux liquidités et à optimiser les rendements au travers de dépôts à terme, d'obligations échelonnées et de solutions structurées.

Miser sur la qualité

Les obligations tout comme les actions devraient dégager une performance positive. Il convient cependant de mettre l'accent sur la qualité. Les obligations de qualité devraient dégager à la fois du rendement et des plus-values. Et les actions d'entreprises présentant un rendement du capital élevé, un bilan solide et des bénéfices prévisibles nous semblent les mieux à même de générer des bénéfices malgré le ralentissement de la croissance.

Pour les monnaies et les matières premières, investir dans des couloirs

Le dollar américain devrait faire preuve de stabilité au début de 2024. Il pourrait cependant commencer à perdre du terrain à

mesure que l'année avance. Vendre le risque de hausse du dollar nous semble donc intéressant pour générer du rendement. Concernant les matières premières, le Brent devrait, selon nos estimations, fluctuer dans un couloir de 90 à 100 dollars le baril tout au long de 2024.

Couvrir les risques de marché

L'incertitude géopolitique laisse présager une certaine volatilité, à laquelle il faut se préparer. Outre la diversification, les investisseurs peuvent protéger leurs portefeuilles contre des risques spécifiques par le biais de stratégies de préservation du capital, de produits alternatifs ou d'une exposition au pétrole et à l'or.

Se diversifier au travers du crédit alternatif

Nous tablons sur une volatilité accrue des prix et des écarts sur fond d'endettement élevé à l'échelle mondiale. Ce contexte devrait être favorable à diverses stratégies de crédit, notamment l'arbitrage de crédit et la dette décotée.

Gérer les liquidités



L'an prochain, les investisseurs auront, selon nous, intérêt à limiter leur exposition aux liquidités et à optimiser les rendements. Dans un contexte de conflits et d'incertitude géopolitique, les liquidités peuvent être perçues comme une protection. La baisse des taux d'intérêt que nous prévoyons en 2024 devrait cependant se traduire par une rémunération moindre des liquidités et par des risques de réinvestissement accrus. Les investisseurs doivent plutôt miser sur une combinaison associant des dépôts à terme, des obligations échelonnées et des solutions structurées pour couvrir les retraits prévus sur leur portefeuille dans les cinq prochaines années.

► Dépôts à terme

La rémunération des liquidités devrait diminuer en 2024, à la faveur d'une modération de l'inflation et de la croissance mondiale. Dans ces conditions, les investisseurs ont tout intérêt à se tourner vers des comptes à terme afin de profiter des rendements élevés qu'offrent actuellement les liquidités, et de couvrir leurs dépenses et engagements des douze prochains mois. Les investisseurs soucieux des risques de contrepartie et d'émetteur peuvent diversifier leurs dépôts. Miser sur des dépôts à terme d'échéances différentes peut aussi permettre de faire face aux engagements et de réduire les risques de réinvestissement et de taux d'intérêt.

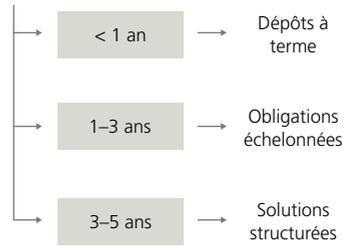
► Obligations échelonnées

Les obligations échelonnées peuvent offrir une certaine garantie de performance future. L'échelonnement obligataire consiste à acheter une série d'obligations de durée courte mais d'échéances différentes, échelonnées de manière à assurer un flux de revenus réguliers et un alignement, tant en termes de volume que de calendrier, sur les retraits anticipés sur le portefeuille dans les 12 à 36 mois à venir. Les obligations de durée courte offrent actuellement des rendements attrayants, mais cela ne durera pas si les banques centrales abaissent leurs taux. L'exposition à des obligations de qualité peut également être porteuse si un scénario baissier s'impose sur le plan économique.

► Solutions structurées avec préservation du capital

Pour les liquidités nécessaires pour couvrir des besoins à horizon de trois à cinq ans, les considérations de liquidité et de sécurité doivent être appréhendées à l'aune des coûts d'opportunité liés aux éventuelles hausses du marché actions. Les investisseurs souhaitant participer aux éventuelles hausses des actions tout en limitant les pertes potentielles peuvent opter pour des solutions structurées assorties de clauses de préservation du capital. La baisse des prix des obligations et de la volatilité du marché actions en 2023 a rendu ces stratégies plus abordables. Elles doivent cependant avoir pour objectif principal la couverture des engagements de relativement long terme dans la mesure où des frais peuvent s'appliquer si les investisseurs sont contraints de vendre avant l'échéance.

Comment structurer vos liquidités



Source: UBS, novembre 2023

L'évolution des taux d'intérêt, la volatilité implicite et le niveau des dividendes peuvent aussi influencer le prix des solutions structurées. Les investisseurs doivent, en outre, être bien conscients des risques supplémentaires liés aux solutions structurées et autres stratégies basées sur des options, y compris le risque que l'émetteur soit dans l'incapacité d'honorer ses engagements ou de rembourser le principal à l'échéance.

Miser sur la qualité



Les obligations tout comme les actions devraient dégager une performance positive l'an prochain. Il convient toutefois de miser sur la qualité au sein de chacune de ces classes d'actifs. Pour ce qui est du revenu fixe, les obligations de qualité offrent des rendements intéressants. De plus, elles devraient bénéficier d'une appréciation du capital si, comme nous le prévoyons, les anticipations en matière de taux d'intérêt sont revues à la baisse. Du côté des actions, les entreprises de qualité présentant un bilan solide et une rentabilité élevée, y compris dans le secteur technologique, semblent les mieux à même de générer des bénéfices dans un contexte d'essoufflement de la croissance.

► Perspectives pour les obligations

Les rendements des obligations souveraines devraient, selon nous, s'inscrire en baisse en 2024, ce qui est de bon augure pour la performance de la classe d'actifs.

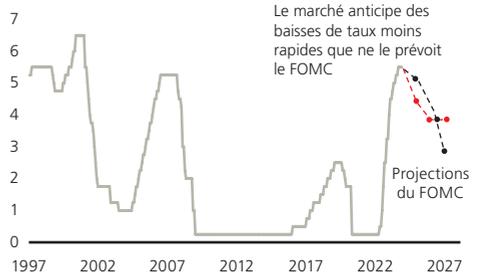
Le ralentissement de la croissance devrait contribuer à freiner les anticipations en matière de taux d'intérêt. Les anticipations actuelles du marché, à savoir un maintien des taux de la Fed au-delà de 4% sur les cinq prochaines années, nous semblent bien pessimistes. De plus, dans un monde dominé par l'incertitude, les obligations souveraines devraient régulièrement bénéficier du repli vers les actifs refuges.

Obligations de qualité. C'est, selon nous, le bon moment pour renforcer l'exposition aux obligations de qualité, en particulier au papier (souverain) de haute qualité et investment grade. Les rendements actuels

Figure 4

Le marché est trop pessimiste

Taux des fonds fédéraux anticipés par le marché à l'aune des forwards, en %



Source: Bloomberg, UBS, novembre 2023

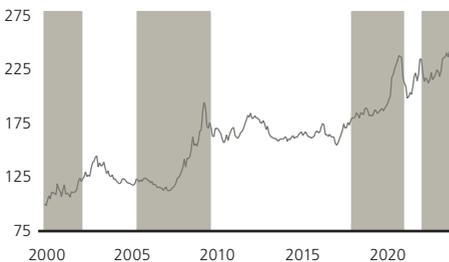
sont le gage d'une belle performance dans divers scénarios ([voir page 22](#)), notamment les scénarios baissiers.

Le segment de 1 à 10 ans, et en particulier les titres à 5 ans, nous semble particulièrement porteur. Le milieu de la courbe des taux offre, en effet, une combinaison attrayante de rendements plus élevés et de stabilité plus marquée que la partie plus longue de la courbe, ainsi qu'une certaine sensibilité à la baisse des anticipations de taux d'intérêt. Nous sommes plus réservés à l'égard des obligations de plus long terme en raison de leur sensibilité accrue aux facteurs techniques, notamment au volume actuellement élevé des émissions de bons du Trésor.

Figure 5

Privilégier les actions de haute qualité dans le contexte actuel

Performance des entreprises à ROIC élevé (premier tiers du Russell 1000) par rapport à celles à ROIC faible (dernier tiers), indépendamment du secteur, base 100



ROIC = rendement du capital investi

Remarque: les zones grisées correspondent aux périodes où la différence entre le rendement des bons du Trésor à 10 ans et celui des bons du Trésor à 2 ans est inférieure à 0,75% ou aux périodes de récession.

Source: Bloomberg, UBS, novembre 2023

Les segments plus risqués du crédit, tels que le haut rendement et les obligations des marchés émergents, nous semblent aussi receler des opportunités. Toutefois, le durcissement des conditions de prêt, la hausse des coûts de refinancement et le ralentissement de la croissance sont autant d'éléments qui laissent présager une augmentation des risques de défaillance. Les primes de risque de liquidité pourraient également s'inscrire en hausse sous l'effet de la réduction de la masse monétaire à l'échelle mondiale. L'écart entre le haut rendement et les obligations investment grade et de haute qualité nous semble donc susceptible de s'élargir.

► Perspectives pour les actions

Nous prévoyons une hausse modérée des indices d'actions mondiales en 2024 à la faveur de la progression des bénéficiaires, de la réduction des taux d'intérêt et de la baisse des rendements obligataires. Dans notre scénario de référence, nous tablons sur un S&P 500 à 4700 à fin décembre 2024.

Nous anticipons une augmentation de 9% du bénéfice par action des entreprises du S&P 500 en 2024, après une performance étale en 2023. La diminution des stocks, les effets de base exceptionnels dans le secteur de la santé et la contribution du secteur technologique et d'autres entreprises de qualité aux bénéficiaires devraient permettre de gommer l'impact cyclique néfaste induit par le ralentissement de la croissance aux États-Unis. Nous prévoyons une croissance de 3% pour les

entreprises européennes et de 16% pour les marchés émergents.

Par ailleurs, la baisse des taux d'intérêt et des rendements obligataires devrait, selon nous, profiter aux actions pour peu que la croissance économique ne subisse pas une forte contraction. En 2023, la prime de risque sur les actions s'est dégradée sous l'effet de la hausse des rendements obligataires, si bien que les actions sont progressivement devenues moins intéressantes que les obligations. Cette tendance devrait, selon nous, s'inverser en 2024.

Évidemment, le flou entourant les perspectives macroéconomiques et géopolitiques rend plus incertaines les estimations de bénéfices. Et le MSCI All Country World Index (ACWI) se négocie à 15,9 fois les bénéfices anticipés à 12 mois, affichant ainsi une prime de quelque 10% par rapport à sa moyenne sur 15 ans. Nous conservons donc une opinion neutre sur les actions dans leur ensemble, tout en restant à l'affût d'opportunités qui nous inciteraient à modifier notre allocation à cette classe d'actifs.

Sur le plan régional, nous apprécions les actions des marchés émergents. Nous sommes en revanche négatifs (opinion «least preferred») sur les actions britanniques.

Actions de qualité. Ces actions figurent parmi nos plus fortes convictions sur le marché actions. Les entreprises présentant un rendement du capital investi élevé, des marges d'exploitation résilientes et un endettement relativement faible nous

semblent en effet en très bonne posture pour continuer à générer des bénéfices dans un contexte d'essoufflement de la croissance.

Ainsi, comme le montre l'analyse historique, le MSCI ACWI Quality Index a surperformé le MSCI ACWI d'un point de pourcentage sur les périodes de six mois où la croissance (telle que mesurée par l'indicateur GDPNow de la Fed d'Atlanta) ralentissait tout en restant positive, soit le scénario que nous anticipons pour 2024.

Les actions de qualité ont aussi tendance à surperformer dans les phases avancées du cycle économique, y compris dans les périodes de contraction de l'économie. Elles devraient donc offrir une certaine protection aux portefeuilles en cas de ralentissement économique plus marqué que prévu. L'accent mis sur la qualité rejoint notre préférence pour les entreprises technologiques américaines, qui devraient figurer parmi les principaux bénéficiaires de la demande de matériel informatique et de logiciels induite par l'essor de l'IA.

Il est vrai que les actions de qualité affichent généralement des valorisations plus élevées que l'indice dans son ensemble, mais nous estimons que, pour 2024, le jeu en vaut la chandelle. Les investisseurs peuvent trouver des actions de qualité aux États-Unis dans le secteur technologique, en Europe parmi les valeurs cycliques de haute qualité et celles porteuses de revenus de qualité stables, et en Asie au niveau de certaines valeurs individuelles.

Durabilité et placements en actions et produits à revenu fixe

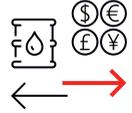
Les investisseurs peuvent s'exposer à des produits à revenu fixe et à des actions tout en respectant leurs objectifs en termes de durabilité.

Les obligations des banques multilatérales de développement, qui permettent de financer des projets de développement assortis d'objectifs environnementaux et sociaux, jouissent d'une notation AAA et offrent un rendement légèrement supérieur à celui des obligations souveraines de référence.

Les obligations durables (telles que les obligations vertes, les obligations sociales ainsi que les *sustainability* et les *sustainability-linked bonds*) génèrent, quant à elles, des rendements similaires à ceux des obligations traditionnelles équivalentes tout en offrant une transparence sur les projets financés grâce aux fonds qu'elles permettent de lever.

Les stratégies «Leaders ESG» investissant en actions et en obligations mettent, pour leur part, l'accent sur des entreprises bien notées à l'aune des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Certaines analyses empiriques ont mis en évidence un lien entre la performance financière et la gestion de la durabilité. De plus, les portefeuilles axés sur les leaders ESG présentent une forte corrélation avec les facteurs «qualité», et les actions et obligations qui les composent font généralement l'objet d'une prime de valorisation.

Monnaies et matières premières: investir dans des couloirs



Le dollar devrait se maintenir autour de ses niveaux actuels au début de 2024. Il devrait cependant commencer à donner des signes de faiblesse à mesure que l'année avance. Dès lors, vendre le risque de hausse du billet vert peut permettre de dégager un surcroît de rendement intéressant. Du côté des matières premières, les investisseurs peuvent se positionner de manière à bénéficier des rendements éventuels du portage tout en se protégeant contre les risques géopolitiques et météorologiques. Nous apprécions les stratégies de génération de rendement ou celles permettant des achats systématiques de devises à des niveaux moins élevés.

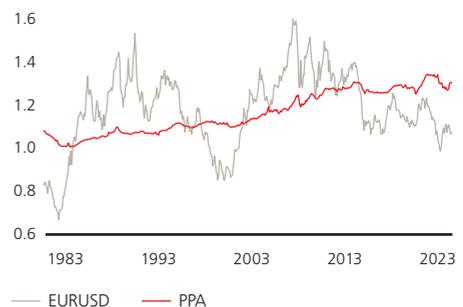
► Perspectives pour les monnaies

Le dollar américain devrait faire preuve de stabilité dans les premiers mois de l'année, sur fond de croissance économique robuste aux États-Unis et de taux d'intérêt américains plus élevés que dans le reste du monde. La solidité de la croissance et le niveau comparativement élevé des taux américains sont cependant déjà intégrés dans les valorisations actuelles. Quant à l'euro, à la livre sterling et au franc suisse, leur potentiel haussier nous semble limité étant donné la morosité de la croissance et la dépendance des banques centrales à l'égard des données. Pour ces monnaies, nous privilégions donc les stratégies visant un surcroît de rendement.

Figure 6

Le dollar reste surévalué

EURUSD et parité de pouvoir d'achat (PPA) pour l'EURUSD



Source: Bloomberg, UBS, novembre 2023

Le dollar australien est notre devise préférée. La Banque centrale australienne devrait en effet être l'une des dernières grandes banques centrales à réduire ses taux. La situation budgétaire et les comptes extérieurs favorables du pays renforcent encore l'attrait de la monnaie australienne.

Nous apprécions également le yen étant donné la politique de resserrement monétaire menée par la Banque du Japon. En outre, les autorités ne devraient pas hésiter à intervenir pour limiter toute nouvelle baisse de la monnaie nationale. Cela dit, les gains sur le yen risquent d'être compromis par le portage négatif de la devise. Les investisseurs doivent donc surveiller de près la dynamique des taux de change.

Le yuan chinois devrait, pour sa part, commencer à reprendre des couleurs face au dollar américain au début de 2024. Son éventuel rebond devrait néanmoins être freiné par les difficultés structurelles auxquelles est confrontée la Chine et par les risques géopolitiques. Dans le contexte actuel, les monnaies asiatiques sensibles à la croissance devraient peiner, à moins de très bonnes surprises du côté de la croissance des pays de la région.

Nos prévisions pourraient être remises en cause si l'économie américaine continue de dépasser les attentes et d'afficher une croissance solide. À noter que si, à l'inverse, la croissance américaine s'essouffle, l'euro et le yuan pourraient ne pas en profiter si les économies de la zone euro et de la Chine restent sous pression. Les risques géopoliti-

ques sont également nombreux et une escalade pourrait entraîner une fuite vers les monnaies refuges et profiter ainsi au dollar, seul le franc suisse étant capable de lui faire concurrence en la matière.

Gérer les monnaies en 2024. Pour les investisseurs dont la monnaie de base est le dollar américain, il peut être intéressant de vendre le potentiel haussier du billet vert pour bénéficier d'un surcroît de rendement ou de le vendre lorsqu'il est effectivement en hausse. Le risque de hausse du dollar nous semble toutefois limité à court terme. De plus, la solidité de la croissance américaine est déjà intégrée dans les valorisations.

Pour les investisseurs dont la monnaie est l'euro, la livre sterling, le franc suisse ou certaines autres devises, nous recommandons un positionnement sur des couloirs (*range trading*) pour les différentes paires de devises (voir tableau ci-après).

Par ailleurs, nous apprécions le dollar australien dans un contexte de portage, et estimons que la vente du risque de baisse du yen, de la couronne norvégienne et du dollar australien peut être une stratégie porteuse étant donné les perspectives de volatilité et le risque pesant sur les taux au comptant.

► Perspectives pour les matières premières

La croissance étant appelée à rester molle en Chine, à se maintenir à un niveau pratiquement nul en Europe et à fléchir aux

États-Unis, le potentiel haussier des prix des matières premières semble plutôt limité.

La performance globale devrait néanmoins être soutenue par le rendement de plus de 5% qu'offrent les liquidités déposées en garantie, et par les gains de report (*roll gains*) induits par les courbes descendantes des *futures* dans le secteur de l'énergie et certains pans du secteur agricole. Ces éléments devraient valoir à l'indice (UBS CMCI) 1 à 2 points de pourcentage de performance supplémentaire par an.

Dans l'ensemble, les indices élargis de matières premières devraient, selon nos estimations, dégager une performance d'un peu plus de 10% dans les douze prochains mois. Il s'agit là d'une performance attrayante compte tenu de la combinaison risque/rendement pour les investisseurs qui restent exposés aux matières premières, d'autant plus que ces dernières offrent aussi une certaine protection contre les risques géopolitiques et météorologiques qui pèsent sur l'offre.

Jouer des couloirs de transactions. Pour les matières premières, nous apprécions les stratégies consistant à miser sur des couloirs, avec la vente du potentiel haussier dans certains cas et du potentiel baissier dans d'autres.

Dans le secteur de l'énergie, les restrictions à la production mises en œuvre par les pays de l'OPEP+ ont provoqué un déficit artificiel sur le marché. Une forte hausse des prix pourrait cependant donner lieu à une augmentation de l'offre et à une diminution de la demande. Nous tablons sur un Brent fluctuant dans une fourchette de 90 à 100 dollars le baril, mais avec la possibilité de prix plus élevés encore étant donné les risques de perturbations de l'offre de pétrole.

L'or pourrait, quant à lui, atteindre un nouveau record, à 2150 dollars l'once à fin 2024, en cas de réduction des taux américains. À court terme, les coûts d'opportunité associés à la détention du métal jaune restent cependant élevés. Nous recommandons donc des achats sur repli.

Paires de devises	Acheter dans la partie inférieure du couloir	Vendre dans la partie supérieure du couloir
EURUSD	1,0–1,05	1,10–1,12
USDCHF	0,85–0,87	0,92–0,94
EURCHF	0,94	1,0
GBPUSD	1,19–1,21	1,26–1,30
USDJPY	137–140	152–155
AUDUSD	0,63–0,64	0,70–0,72

Source: UBS, novembre 2023

Couvrir les risques de marché



Investir dans un contexte de conflits et d'incertitudes géopolitiques n'est pas chose aisée, et les investisseurs doivent s'attendre à de la volatilité. Pour la plupart des investisseurs, la première ligne de défense contre les éventuelles turbulences du marché consiste, selon nous, à miser sur plusieurs classes d'actifs et régions. Les investisseurs peuvent aussi protéger leurs portefeuilles contre des risques spécifiques par le biais de placements structurés défensifs, de produits alternatifs ou d'une exposition au pétrole et à l'or.

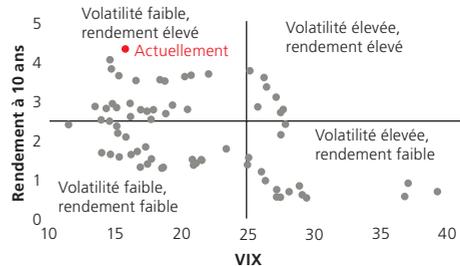
► Placements structurés défensifs

Nous tablons sur une performance positive des actions en 2024. Toutefois, les risques géopolitiques et économiques étant appelés à rester sur le devant de la scène, les investisseurs souhaitant se couvrir contre le risque de pertes peuvent recourir à des placements structurés assortis de clauses de préservation du capital. Ces stratégies sont particulièrement intéressantes dans un contexte de hausse des rendements obligataires ou de volatilité implicite des marchés actions moyenne ou inférieure à la moyenne. L'autre possibilité est de réduire l'exposition directe par le biais de stratégies génératrices de rendement. Ces stratégies sont efficaces lorsque la volatilité est élevée, comme c'est le cas actuellement sur les marchés du revenu fixe.

Figure 7

Rendements élevés et volatilité faible: une configuration favorable à la préservation du capital

VIX moyen sur 12 mois glissants au cours des 5 dernières années vs. rendement des bons à 10 ans du Trésor américain, sur la base de données trimestrielles, et niveau actuel



Source: Bloomberg, UBS, novembre 2023

► Actions du secteur de l'énergie et du pétrole

Les investisseurs qui s'inquiètent des conséquences sur le marché d'une nouvelle escalade du conflit entre Israël et le Hamas ou entre la Russie et l'Ukraine, peuvent couvrir leurs portefeuilles par le biais de placements sur le marché pétrolier ou dans des actions du secteur de l'énergie. Ceux qui ont une forte tolérance au risque peuvent envisager une exposition accrue au travers de contrats sur le Brent de relativement longue échéance, qui affichent actuellement une décote par rapport aux prix au comptant, ou encore vendre le risque de baisse des prix du Brent.

► Or

L'or peut apporter une protection efficace aux portefeuilles en cas d'accentuation des tensions géopolitiques. Au regard de l'incertitude géopolitique et des taux d'intérêt actuels, les prix de l'or pourraient toutefois se montrer volatils à court terme. Les investisseurs souhaitant renforcer leur exposition peuvent donc passer par des options sur l'or (avec des achats en-deçà de 1900 dollars l'once). Les investisseurs déjà longs sur l'or doivent, quant à eux, maintenir leurs positions dans la perspective d'un redressement des prix à horizon de six à douze mois.

► Jouer la pentification de la courbe des taux américains

Les investisseurs qui s'inquiètent de l'augmentation du déficit budgétaire américain peuvent miser sur la pentification de la courbe des taux des obligations souveraines américaines, en achetant des bons à 5 ans

et en vendant des bons à 10 ans du Trésor (sur une base ajustée de la durée). Ce positionnement permet de tirer parti de la courbe des taux relativement plate pour bénéficier d'une «protection à moindre coût» contre la hausse des rendements des obligations de longue échéance. Une telle stratégie devrait porter ses fruits si les investisseurs exigent une rémunération plus élevée pour se positionner sur des bons du Trésor de long terme, ou si les craintes de récession entraînent une révision à la baisse des anticipations de taux d'intérêt à court terme.

► Hedge funds macro et multi-stratégies

Les fonds macro pourraient aussi être un bon moyen de couverture et de diversification en 2024. Ces fonds tirent parti de la volatilité macroéconomique, leur approche *top-down* leur permettant de s'ajuster à l'évolution de l'environnement économique, des politiques monétaires et des conditions de marché.

Les fonds multi-stratégies, qui associent diverses approches de hedge funds, peuvent également être intéressants pour diversifier les portefeuilles. Ces fonds se caractérisent généralement par une forte diversification, une réallocation dynamique et une gestion pointue des risques. Les investisseurs doivent néanmoins tenir compte des risques inhérents aux placements alternatifs, notamment le risque de liquidité, le recours à l'endettement et les exigences limitées en matière de communication financière.

Se diversifier au travers du crédit alternatif



Le niveau élevé de l'endettement au niveau mondial devrait entraîner une volatilité accrue des prix et des écarts, et amener les investisseurs à essayer de tirer parti de la dispersion ainsi créée. Un tel contexte serait favorable à plusieurs stratégies alternatives de crédit, notamment l'arbitrage de crédit et la dette décotée.

► Arbitrage de crédit

Les marchés américains du crédit sont orientés à la hausse depuis le quatrième trimestre 2022. Les segments du crédit à faible notation ont cependant sous-performé, plombés essentiellement par les craintes liées au refinancement. Cette dispersion accrue entre les emprunteurs renforce l'attrait des stratégies d'arbitrage de crédit.

Actuellement, un tiers environ des composantes de l'US ICE BofA High Yield Index affichent un écart de moins de 300 pb par rapport à l'indice. L'écart est compris entre 501 et 800 pb pour 15% des composantes et supérieur à 800 pb pour 9% d'entre elles. De tels écarts s'accom-

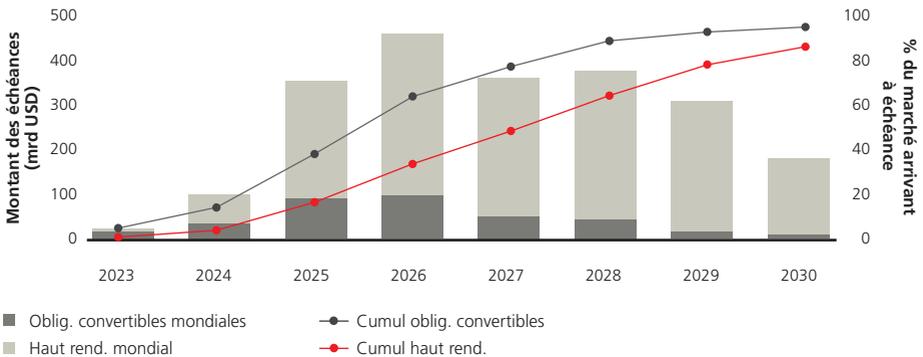
pagent d'opportunités pour les gérants capables de sélectionner des titres de crédit individuels sur la base d'une analyse des fondamentaux.

Cette stratégie comporte cependant des risques. Outre le risque d'illiquidité et la transparence moindre par rapport aux marchés cotés, les portefeuilles jouant l'arbitrage de crédit sont sujets à des pertes à court terme en raison des difficultés croissantes auxquelles sont confrontées les entreprises, même si ces difficultés peuvent aussi être des sources d'opportunités dans une optique de long terme. Il est donc essentiel de gérer les risques associés aux titres de crédit émis par des entreprises en difficulté et de couvrir le portefeuille.

Figure 8

Avec la hausse des taux et le mur d'échéances à venir, les entreprises sont sous pression pour rembourser leurs prêts d'où des opportunités dans la dette décotée

Mur d'échéances sur le marché des obligations convertibles et du haut rendement, en mrd USD, vs. part des différents marchés arrivant à échéance



Source: BofA Securities, Bloomberg, UBS, novembre 2023

► Dette décotée

Les fonds *distressed* (qui jouent des entreprises ayant des difficultés financières) et *special situation* (qui misent sur des valeurs affectées par des situations particulières) nous semblent également receler de bonnes opportunités. La hausse des taux d'intérêt pourrait entraver la capacité des entreprises à se refinancer. Il devrait en découler de

nombreuses opportunités parmi les fonds *distressed* et *special situation*. Les fonds *distressed* visent généralement les pans du marché qui souffrent déjà de dislocation, par exemple des faillites immobilières ou des difficultés de paiement des loyers. Dans d'autres secteurs, ils peuvent miser sur des entreprises surendettées qui ont du mal à honorer le paiement de leurs intérêts.



La décennie à venir

La pandémie a eu des conséquences, souvent inattendues, sur de larges pans de l'économie. L'inflation s'est envolée et est restée élevée. Les taux d'intérêt ont grimpé à des niveaux inédits depuis plus de quinze ans. Pourtant, malgré la hausse des taux d'intérêt, le chômage est demeuré faible et la croissance solide.

La configuration inhabituelle qui a prévalu ces dernières années incite à se demander si le «nouveau monde» qui a émergé après la pandémie s'est accompagné de l'avènement d'un nouveau régime économique mondial caractérisé, non plus par une demande anémique et une offre excessive, mais par une offre plus rationnée et une forte demande.

La réponse à cette question dépendra de l'évolution de ce que nous avons appelé les «cinq D», à savoir la démondialisation, la démographie, la digitalisation, la décarbonation et la dette.

Démondialisation

Dans le nouveau monde, les économies devraient être moins intégrées. La part du commerce dans le PIB mondial a probablement déjà dépassé son pic, la diminution des échanges internationaux ayant été accélérée par les sanctions, droits de douane et autres restrictions aux exportations dont les États-Unis, l'Europe et la Chine sont de plus en plus coutumiers. Les tensions entre les États-Unis et la Chine risquent aussi de provoquer une division du monde en deux blocs financiers, commerciaux et technologiques totalement opposés.

Pour ce qui est de la manière dont la démondialisation modèlera l'économie mondiale dans la décennie à venir, la question n'est pas tant de savoir si la démondialisation aura bien lieu, mais pour quelles raisons.

Si elle est due essentiellement à des raisons politiques (par exemple, à des subventions ou des restrictions accrues des échanges commerciaux), elle aura immanquablement un effet restrictif sur l'offre globale de biens et le potentiel de croissance, et elle donnera lieu à des poussées inflationnistes régulières.

Si, en revanche, elle est induite principalement par des facteurs économiques (autrement dit, si elle résulte de l'automatisation des entreprises, d'efforts pour mettre en place un secteur manufacturier intégré, d'une nouvelle approche des coûts à l'aune de la hausse des salaires dans les pays émergents ou de la volonté de renforcer la résilience des chaînes d'approvisionnement), alors les conséquences devraient être totalement différentes. Dans ce cas, la démondialisation débouchera probablement sur une hausse de l'offre, une atténuation des risques inflationnistes et une augmentation du potentiel de croissance.

Démographie

La démographie fait de plus en plus figure de frein potentiel dans notre nouveau monde. La moitié de l'économie mondiale (en termes de PIB officiels) est aujourd'hui affectée par la diminution de la population. La population est en déclin au Japon, en Chine et dans plusieurs pays européens. Au niveau mondial, le rapport entre les personnes retraitées et la population en âge de travailler est passé de 11,8% à 14,8% sur la seule décennie écoulée. Dans les pays à revenus élevés, l'évolution a été plus marquée encore, le ratio ayant grimpé de 23,2% à 29,1% sur la même période.

Or, cette tendance pèse sur l'offre. La croissance économique est en effet fonction de celle de la population active, des investissements et de la productivité. Par conséquent, et toutes choses égales par ailleurs, tout ralentissement de la croissance de la population active affaiblit le potentiel de croissance économique. L'augmentation de la proportion de retraités par rapport à la population en âge de travailler risque également de provoquer une hausse de l'endettement. Dans les économies de services, où le potentiel d'amélioration de la productivité est relativement limité, l'augmentation du rapport retraités/population en âge de travailler peut aussi doper l'inflation.

La capacité de l'économie mondiale à échapper aux effets néfastes du vieillissement de la population sur l'offre pourrait largement dépendre des avancées au niveau de notre troisième D, en l'occurrence la digitalisation.

Digitalisation

L'essor de l'intelligence artificielle pourrait marquer le début d'une phase de productivité accrue. Selon nos estimations, l'IA pourrait valoir aux États-Unis un surcroît de productivité de 0,3% à 2% par an.

L'exploitation du plein potentiel de l'IA pourrait même permettre de contourner en partie le problème démographique et, ainsi, soutenir la croissance et entraîner la baisse des prix de certains biens et services malgré le déclin de la population en âge de travailler. À court terme, les investissements dans l'IA et les secteurs qui y sont liés, comme par exemple celui des semi-conducteurs, devraient stimuler la demande.

L'impact de l'IA pourrait, en revanche, être moins significatif si elle ne profite qu'aux secteurs les moins touchés par les problèmes de main-d'œuvre (p. ex. chatbots utilisés dans le cadre des services professionnels) ou si elle n'entraîne pas une augmentation de l'offre dans les domaines soumis aux pressions les plus fortes (p. ex. robots physiques utilisés dans le secteur de la santé).

Quoi qu'il en soit, pour ce qui concerne les investisseurs, l'essor de l'IA devrait globalement soutenir la croissance des bénéfices des entreprises et générer des opportunités au niveau de celles qui facilitent le développement de l'IA, proposent cette technologie ou en bénéficient.

Décarbonation

L'essor des énergies propres et l'objectif de neutralité carbone sont renforcés par les craintes liées à la sécurité énergétique et aux événements météorologiques extrêmes. Dans les années à venir, la transition énergétique devrait, selon nous, continuer à bénéficier de financements tant publics que privés.

Dans une perspective de court à moyen terme, la transition énergétique pourrait être à l'origine de perturbations de la production. Étant donné les problèmes de stockage de l'énergie et de raccordement aux réseaux, il est difficile de s'appuyer uniquement sur les énergies renouvelables, même si les coûts et les risques opérationnels associés aux énergies fossiles augmentent. Mais les investissements dans ce secteur pourraient aussi se traduire par le maintien d'une demande mondiale robuste.

Dans une optique de plus long terme, la décarbonation devrait avoir un impact positif net sur l'offre mondiale. La disponibilité d'une énergie abondante à moindre coût devrait en effet améliorer le potentiel de croissance, atténuer l'inflation et contribuer à la mise en place de chaînes d'approvisionnement plus solides. En termes de placements, ce sont les «adopteurs» précoces et les fournisseurs de solutions qui devraient offrir les meilleures opportunités.

Dettes

Pour le cinquième D, celui de la dette, l'avenir dépendra sans doute des répercussions des quatre autres D sur la croissance, l'inflation et les taux d'intérêt. À l'échelle mon-

diale, la dette totale a augmenté proportionnellement au PIB depuis la crise financière de 2008, sur fond de faiblesse de la demande. Heureusement, l'offre abondante et les taux d'intérêt faibles ont permis, jusqu'à présent, de maintenir la part du service de la dette dans les recettes totales des États à des niveaux historiquement faibles.

À l'avenir, les contraintes démographiques et les besoins d'investissements liés à la décarbonation, à la digitalisation et à la démondialisation devraient s'accompagner d'une augmentation de la part de la dette publique dans le PIB. Si les taux et les rendements ne diminuent pas comme nous le prévoyons dans les prochaines années, les charges d'intérêts plus élevées pourraient commencer à devenir problématiques pour les États dans la seconde moitié de la décennie.

La dette devra donc rester relativement bon marché, ne serait-ce que parce que les électeurs sont généralement mieux disposés lorsque les coûts d'emprunt sont faibles. Or, le meilleur moyen pour que ce soit le cas est d'avoir une croissance économique solide, laquelle pourrait être obtenue grâce à une utilisation généralisée de l'IA, à une énergie verte abondante et au développement de chaînes d'approvisionnement locales. À défaut, c'est une combinaison associant répression financière, impôts, inflation surprise et défaillances qui pourrait s'imposer. À cet égard, ce sont moins les marchés ou les aspects économiques qui seront déterminants que les décisions politiques, et les pays sont susceptibles d'emprunter des voies différentes.

Scénarios

Sur le plan macroéconomique, quatre scénarios nous semblent possibles pour la décennie à venir dans ce nouveau monde.

Les années folles

Inflation modérée et croissance forte

Ce scénario pourrait se matérialiser notamment sous l'effet d'investissements élevés dans la digitalisation (IA), la décarbonation et la défense. Dans ce cas, les bénéfiques s'inscriraient en forte hausse et les actions afficheraient une performance solide. Les obligations devraient, en revanche, dégager une performance plus limitée dans un premier temps, sous l'effet des anticipations de taux d'intérêt élevés sur une période prolongée.

Retour de la stagnation séculaire

Inflation faible et croissance faible

Ce scénario pourrait être le fruit du vieillissement de la population, ou de promesses non tenues du côté de l'IA ou des énergies renouvelables. Il serait, dans un premier temps, favorable aux obligations, sur fond de répression financière face au fardeau croissant de la dette. Les actions pourraient bénéficier de la politique monétaire de relance, mais les bénéfiques des entreprises auraient du mal à rester sur une tendance haussière.

Le meilleur des mondes

Inflation faible et croissance forte

Ce scénario pourrait voir le jour en cas notamment de rôle prédominant de l'IA ou de retour à la mondialisation. Un tel scénario bénéficierait, selon nous, à la fois aux actions et aux obligations. La forte croissance des bénéfiques soutiendrait en effet les actions, tandis que la diminution des anticipations en matière de taux d'intérêt profiterait aux obligations.

Stagflation

Inflation élevée et croissance faible

Ce scénario pourrait se matérialiser à la faveur de la démondialisation, des tensions géopolitiques et du changement climatique. Dans ce cas, les obligations tout comme les actions dégageraient une performance faible (tout du moins en termes réels) sous l'effet du relèvement des anticipations de taux et de croissance poussive des bénéfiques réels. Les actions pourraient néanmoins afficher une performance positive en termes nominaux.

Prévisions par classe d'actifs

Au cours de la prochaine décennie, les liquidités devraient, selon nous, sous-performer les autres grandes classes d'actifs, surtout si les banques centrales reviennent à une politique de répression financière. Ce sont les actions qui devraient le mieux se comporter. La performance des produits à revenu fixe devrait continuer à s'améliorer. Les actifs alternatifs devraient également tirer leur épingle du jeu grâce à la bonne performance des actions et des obligations sous-jacentes.

Liquidités

Les liquidités offrent actuellement une rémunération intéressante, mais les taux d'intérêt devraient baisser l'an prochain. À long terme, les liquidités devraient sous-performer les principales classes d'actifs comme les actions et les obligations, surtout si les banques centrales s'engagent dans une répression financière pour faire face au fardeau de plus en plus lourd de la dette. Nous recommandons aux investisseurs de ne détenir sous forme de liquidités que l'équivalent de deux à cinq ans de retraits nets prévus sur le portefeuille dans le cadre de leur stratégie Liquidité.

Obligations souveraines

Les rendements élevés sont de bon augure pour la performance des obligations souveraines sur le long terme. L'inflation et la croissance étant appelées à diminuer par rapport à leurs niveaux actuels, la performance est également prometteuse à

court terme. Néanmoins, si les rendements devraient baisser, ils resteront probablement plus élevés qu'avant la pandémie. En effet, les besoins d'investissements accrus liés à la démondialisation, à la digitalisation et à la décarbonation entraîneront une augmentation des émissions obligataires et une révision à la hausse des estimations du taux neutre réel. Il s'agit là d'autant d'éléments qui laissent présager une performance globale solide et régulière des obligations souveraines.

Crédit

Les écarts de crédit sont actuellement relativement modestes à l'aune des normes historiques. Bien que nous nous attendions à un élargissement des écarts sous l'effet du ralentissement de la croissance, une exposition au crédit dans le cadre d'un portefeuille diversifié axé sur le long terme nous semble toujours appropriée, tant pour le rendement que pour la diversification. Les risques de

refinancement, le ralentissement de l'activité et l'incertitude quant à l'attitude des banques centrales devraient donner lieu à une volatilité accrue pour le revenu fixe dans les années à venir, ce qui plaide pour une approche active pour la classe d'actifs.

Actions

Les actions devraient, selon nous, être la classe d'actifs la plus performante de la décennie à venir. Les bénéfiques devraient être largement soutenues par la solide croissance des entreprises qui tirent la rupture dans les secteurs de la technologie, de l'énergie et de la santé. Cela dit, sur une base comparable, les actions devraient afficher des valorisations moins élevées que lors de la décennie écoulée, les taux d'intérêt étant plus élevés que ceux qui prévalaient avant la pandémie. Une diversification à l'échelle mondiale sera essentielle dans un monde en pleine démondialisation. Par exemple, les actions des marchés émergents, qui affichent actuellement des décotes conséquentes par rapport à leurs niveaux historiques, devraient, d'après nos prévisions, être les plus performantes dans la prochaine décennie.

Produits alternatifs

Selon nos estimations, une allocation de 20% à des produits alternatifs dans le cadre d'un portefeuille équilibré peut se traduire par un surcroît de performance de quelque 50 pb par an sur le long terme, à niveau de volatilité du portefeuille équivalent. Un contexte de taux élevés et de performance attrayante des actifs traditionnels est favorable aux hedge funds, qui resteront, selon

nous, un excellent moyen de diversification des portefeuilles dans les années à venir. Par ailleurs, les marchés privés offrent aujourd'hui de bons points d'entrée. Le marché secondaire affiche une décote de 16% par rapport à la valeur nette d'inventaire (VNI) et les nouveaux prêts privés sont assortis d'un rendement de 12,5%. Les investisseurs doivent néanmoins être bien conscients des risques supplémentaires associés aux placements alternatifs, notamment le risque d'illiquidité, le recours à l'endettement et une transparence moindre par rapport aux marchés cotés.

Monnaies

À plus long terme, le dollar américain devrait, selon nous, perdre du terrain par rapport à son niveau élevé actuel, sur fond d'inquiétudes quant au financement du déficit. Toutefois, compte tenu des taux d'intérêt en dollars, la performance que nous anticipons pour la plupart des classes d'actifs devrait être similaire avec ou sans couverture contre les fluctuations du billet vert. Quant au yen, actuellement largement sous-évalué, il devrait se ressaisir dans les années à venir.

Matières premières

Les prix devraient rester élevés dans la décennie à venir dans un contexte d'augmentation des investissements dans la lutte contre le changement climatique, les chaînes d'approvisionnement et la défense. Étant donné le caractère cyclique des matières premières, nous privilégions les approches actives ou une exposition au travers de secteurs, de pays et de monnaies particulièrement tributaires des matières premières.

Quelles seront les implications de l'IA générative pour les marchés et les économies?

L'intelligence artificielle générative n'a rien d'un concept nouveau. L'idée est dans l'air depuis les années 1960 et l'architecture des transformateurs qui la sous-tend a été détaillée dès 2017. Mais c'est surtout le lancement de ChatGPT qui a mis en exergue l'impact que pourrait avoir l'IA si elle était associée à une plateforme permettant une large adoption. Actuellement, les opportunités liées à l'IA se retrouvent, selon nous, dans un large éventail d'actions des secteurs des logiciels, de l'Internet et des semi-conducteurs.

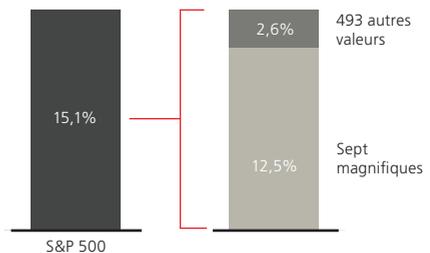
L'Histoire nous enseigne que les nouvelles technologies peuvent devenir une source de valeur ajoutée pour de nombreux secteurs.

Le tableau de la page suivante présente les quatre éléments de la chaîne de valeur de l'innovation pour différentes technologies de rupture et la création de valeur qu'elles ont générée dans divers secteurs adjacents.

Figure 9

Contribution à la performance du S&P 500

Sept magnifiques vs. les 493 autres valeurs du S&P 500, depuis le début de l'année, en points de pourcentage



Source: FactSet, UBS, au 3 novembre 2023

L'IA générative est la plus récente des technologies créatrices de valeur dans divers secteurs

Chaîne de valeur de l'innovation: la technologie de rupture s'appuie sur des intrants et des infrastructures pour créer de nouveaux outils utilisés par des opérateurs et des facilitateurs, qui bénéficient ensuite à l'ensemble de l'économie.

	Technologie	Infrastructures/ intrants	Outils	Opérateurs et facilitateurs	Bénéficiaires des applications
	Machine à vapeur	Acier, charbon	Trains, navires	Opérateurs du secteur maritime et ferroviaire	Commerce
	Téléphone	Câbles téléphoniques, électricité	Téléphones	Opérateurs de réseaux	Services, commerce
	Moteur à combustion interne	Acier, pétrole, pièces automobiles	Constructeurs automobiles	Services, assurance, distribution	Commerce de détail, activités de loisirs et déplacements
	Télévision	Tours de transmission, satellites	Téléviseurs	Réseaux TV	Publicité, modèles d'affaires basés sur des abonnements
	Ordinateur	Semi-conducteurs	Unités centrales	IBM	Services professionnels, secteur manufacturier, aérospatial
	Internet	Routeurs, centres de données	PC	Windows, Internet Explorer	Recherche, commerce électronique, cloud
	Internet mobile	Tours de transmission, semi-conducteurs	Smartphones	iOS, Android	Réseaux sociaux, commerce électronique, économie des «petits boulots»
	IA générative	Cloud	Processeurs graphiques	Grands modèles de langage	Génération de textes et d'images/vidéos, programmation

Source: UBS, novembre 2023

Que nous enseigne l'Histoire à propos des «gagnants»?

Fournisseurs d'infrastructures et d'intrants

En toute logique, juste après le lancement d'une innovation, la demande pour les infrastructures et les intrants qui lui sont nécessaires explose le plus souvent. Ce fut le cas, par exemple, pour l'acier avec le chemin de fer, le pétrole avec l'automobile et

les semi-conducteurs avec les smartphones. Mais si les fournisseurs des intrants essentiels ont, dans un premier temps, le vent en poupe, ils sont ensuite confrontés à une banalisation de leurs produits. Ils doivent alors passer à une plus grande échelle et accepter des marges moins élevées.

Fabricants. Les technologies novatrices donnent souvent lieu à l'adoption de nouveaux produits grand public (p. ex. voitures ou téléviseurs), si bien que les fabricants de ces produits voient leur demande s'élever. Aux premiers stades d'un boom technologique, les fabricants peuvent bénéficier du caractère unique, qualitatif et novateur de leurs produits. Mais le plus dur est de rester dans le peloton de tête. Le produit peut se banaliser au fil du temps, et les entreprises à succès sont souvent celles qui ont réussi à différencier leurs produits, éventuellement en y intégrant des systèmes d'exploitation avancés.

Opérateurs et facilitateurs. La création de valeur la plus importante et la plus durable d'une nouvelle technologie revient généralement aux opérateurs et facilitateurs. Les sociétés ferroviaires, les opérateurs des réseaux télévisuels et radio-phoniques, les éditeurs de logiciels et développeurs de systèmes d'exploitation, et les plateformes digitales sont autant d'exemples de facilitateurs. Dans de nombreux cas, ces facilitateurs ont fini par devenir des leaders mondiaux dans leur domaine.

Bénéficiaires des applications. Les technologies novatrices engendrent souvent un écosystème de bénéficiaires qui ne sont pas forcément directement impliqués dans le développement des technologies en question, mais qui les utilisent pour créer de nouvelles activités ou améliorer la rentabilité d'activités existantes. Les entreprises qui ont développé les échanges commerciaux internationaux grâce à la machine à vapeur, l'essor du commerce de détail après l'adop-

tion en masse de l'automobile ou encore l'expansion des entreprises de commerce électronique et des réseaux sociaux suite à l'avènement d'Internet en sont de bons exemples.

Où en est actuellement l'IA?

Les premiers stades de la révolution de l'IA peuvent être examinés au travers d'un cadre articulé autour de quatre éléments:

Fournisseurs d'infrastructures et d'intrants (cloud). Le cloud computing est un intrant clé pour l'IA générative, car il fournit la puissance de calcul nécessaire pour l'apprentissage automatique et le fonctionnement des applications d'IA générative. À l'instar d'autres «intrants» qui, par le passé, ont permis d'imposer des avancées technologiques majeures, le cloud computing est un service plutôt «banal», dans le sens où il s'agit d'un service standard assorti de coûts unitaires modérés. Les économies d'échelle sont donc importantes et les plus grandes plateformes de cloud sont déjà gérées par les géants du secteur technologique. Les fournisseurs de services de cloud devraient également être en mesure de rendre leur clientèle «captive» grâce à des formules de services groupés.

Fabricants de matériel informatique (fabricants de processeurs graphiques). Les processeurs graphiques sont des composants essentiels au développement des réseaux de neurones artificiels à la base de l'IA. D'ailleurs, les leaders du secteur bénéficient déjà d'une forte demande et de valorisations en nette hausse. À court terme, la demande devrait rester sur une dynamique ascendante. Toutefois, l'envolée de la

demande pourrait, à moyen terme, être suivie d'une période de « digestion », que les acheteurs consacreront à identifier les utilisations les plus prometteuses pour s'y limiter. À plus long terme, reste à voir si les fabricants de puces continueront à innover, à développer et à faire évoluer leurs produits de manière à conserver leur pouvoir de fixation des prix, ou si les processeurs graphiques deviendront des produits génériques. Si tel est le cas, les fabricants seront contraints de passer à l'échelle supérieure et d'accepter des marges plus faibles.

Opérateurs et facilitateurs (grands modèles de langage). Les grands modèles de langage (LLM) figurent parmi les « facilitateurs » clés dans l'écosystème de l'IA. Le développement de LLM nécessite une taille suffisante pour être capable de réunir les données, la puissance de calcul et les ressources humaines exigées. Toutefois, s'ils sont parfois surtout adaptés à une application spécifique (p. ex. la génération de textes, d'images ou de codes), les modèles de langage ne se limitent généralement pas à un seul domaine (p. ex. la finance, le juridique ou le marketing). À terme, quelques LLM pourraient donc suffire à faire fonctionner la plupart des applications d'IA générative. Jusqu'à présent, les LLM les plus utilisés ont, pour la plupart, été développés par, ou en collaboration avec les géants du secteur technologique.

Bénéficiaires des applications (génération de textes et d'images/vidéos, programmation). ChatGPT constitue un bon exemple des capacités de l'IA générative à produire des contenus textuels dignes d'un être humain. L'IA peut également générer des codes

informatiques, des images ou des vidéos. Des opportunités intéressantes devraient émerger dans les prochains trimestres, avec l'intégration de « co-pilotes » d'IA dans les logiciels de bureautique, la hausse de la demande d'analyse des données générées par l'IA, et l'intégration de cette dernière dans les applications d'images et de vidéos ainsi que dans des applications professionnelles.

Implications pour les investissements

L'IA générative se distingue des avancées technologiques précédentes par le fait qu'elle a, dès ses débuts, été utilisée par de nombreuses entreprises technologiques à différents stades de la chaîne de valeur, du cloud jusqu'au développement d'applications en passant par les LLM.

Dans ces conditions, il n'est guère surprenant que les « sept magnifiques » du S&P 500, qui sont pratiquement tous des bénéficiaires de l'IA, aient vu leur capitalisation boursière bondir de 67% (4600 milliards de dollars) depuis le début de 2023. Compte tenu de l'ampleur des ressources nécessaires pour concevoir et exploiter des modèles d'IA complexes, les grands acteurs du secteur devraient encore renforcer leur domination.

Les investisseurs souhaitant miser sur l'IA devraient, selon nous, envisager une exposition large, à diverses strates de la chaîne de valeur, autrement dit aussi bien aux entreprises du cloud qu'à celles des segments des semi-conducteurs, des logiciels et de l'Internet. À court terme, les entreprises du segment des semi-conducteurs devraient continuer à être portées par une forte demande, elle-même alimentée par les

lancements de produits basés sur l'IA générative par les «sept magnifiques». Les valeurs du segment de l'Internet devraient, pour leur part, bénéficier de l'intégration de l'IA dans des applications grand public comme les applications de jeux, de divertissement et de publicité.

Naturellement, bien que le potentiel de croissance à long terme soit important, il faut s'attendre à une certaine volatilité ou à des baisses. Comme pour d'autres avancées technologiques majeures, l'envolée initiale de la demande pourrait être suivie de périodes de «digestion» de la part des consommateurs et des entreprises. Pour les investisseurs axés sur le long terme, de telles périodes devraient offrir de bons points d'entrée pour renforcer leur exposition au secteur.

Implications économiques

L'IA devrait, selon nous, nettement améliorer l'efficacité et la productivité dans le monde du travail. Ses implications sur la croissance économique sont, en revanche, plus difficiles à appréhender. Selon la manière dont elle sera appliquée, l'IA pourrait ne pas avoir d'impact sur les volumes de production, mais permettre plutôt de disposer de davantage de temps libre.

L'IA va faire disparaître certains métiers, comme l'ont fait d'autres technologies avant elle (par exemple, les services de dactylographie ont pratiquement disparu aujourd'hui), mais sans forcément provoquer une envolée du chômage. En effet, l'IA devrait faire émerger de nouveaux métiers. L'analyse historique révèle d'ailleurs que 10% environ des métiers qui existent à la fin d'une décen-

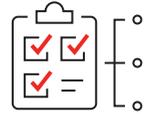
nie donnée étaient totalement inconnus à ses débuts. Par exemple, l'emploi dans le secteur du divertissement s'est développé au cours de la dernière décennie, les réseaux sociaux et le *streaming* ayant entraîné une augmentation de la consommation de produits de divertissement et abaissé les barrières à l'entrée dans le secteur.

Dans une perspective de plus long terme, l'IA pourrait aussi faire baisser les prix dans certains secteurs. Toutefois, l'ampleur de ses effets sur l'économie au sens large dépendra surtout de l'utilisation qui en sera faite, et des moments et des lieux où elle sera utilisée. Il est d'ores et déjà évident que la génération de textes, d'images et de vidéos par l'IA va pousser les prix à la baisse dans des secteurs comme les services aux consommateurs, la programmation informatique, les services juridiques et le divertissement.

À noter enfin que les périodes de bouleversements économiques s'accompagnent souvent de tensions sociales, les populations qui voient leurs revenus et leur statut menacés ayant tendance à chercher des boucs émissaires. Ces tensions pourraient profiter à des partis populistes et donner lieu à des politiques discriminatoires. Les tensions géopolitiques pourraient également s'intensifier, avec l'avènement d'une «course à l'armement» dans le domaine de l'IA pour se défendre contre certaines utilisations que pourraient en faire des pays rivaux. Cette tendance est d'ailleurs déjà à l'œuvre. En témoignent notamment les récentes restrictions imposées par les États-Unis aux exportations de la technologie d'IA et les mesures de rétorsions adoptées par la Chine.



Miser sur les leaders de la rupture



Les entreprises qui sauront exploiter les nouvelles technologies pour développer leurs marchés, déloger les opérateurs historiques ou réduire les coûts de manière drastique devraient être à l'origine de quelques-unes des meilleures performances sur les marchés actions dans la décennie à venir. Il est essentiel de bien identifier ces «leaders de la rupture» pour doper le potentiel à long terme des portefeuilles. La décennie à venir devrait être marquée par une vague de ruptures dans plusieurs secteurs, de la technologie à l'énergie en passant par la santé.

► Rupture technologique

L'arrivée sur le marché de services d'IA grand public s'est accompagnée d'afflux importants de capitaux vers les leaders technologiques mondiaux, donnant même naissance à la première société du secteur de l'IA valorisée à plus de 1000 milliards de dollars. Les «sept magnifiques», qui bénéficient pratiquement tous de l'essor de l'IA, ont vu leur capitalisation boursière grimper de 67% depuis le début de l'année 2023. Les plus grands acteurs, qui disposent de toutes les ressources informatiques, financières et humaines et de l'ensemble des données nécessaires pour développer et exploiter le potentiel de l'IA générative, devraient, selon nous, encore renforcer leur domination dans la décennie à venir.

13 juin 2023

Nvidia devient la première société du secteur de l'IA à atteindre une capitalisation boursière de

1000 milliards de dollars

Mais la rupture technologique ne concerne pas uniquement les méga-capitalisations technologiques. Il s'agit d'une thématique appelée à durer et à engendrer des opportunités et des leaders dans un grand nombre de secteurs dans les dix ans qui viennent.

Comme indiqué à la [page 45](#), du point de vue des placements, l'analyse des bénéficiaires de l'IA peut s'articuler autour de quatre segments: les fournisseurs d'infrastructures et d'intrants (cloud), les fabricants de matériel (fabricants de processeurs graphiques), les opérateurs et les facilitateurs (grands modèles de langage), et les bénéficiaires des applications (génération de textes et d'images/vidéos, et programmation.

Les opportunités liées à l'IA couvrent donc un large éventail d'actions des secteurs des logiciels, de l'Internet et des semi-conducteurs. En nous basant sur les données de Bloomberg Intelligence, nous estimons désormais que la demande mondiale pour l'IA devrait passer de 28 milliards de dollars en 2022 à 300 milliards en 2027, soit un taux de croissance annuel composé de 61%. Sur la même période, la croissance devrait s'élever à 38% pour le segment des infrastructures et à 139% pour celui des applications et modèles.

Les récentes annonces de produits et les dernières publications de résultats des entreprises du secteur des logiciels ont permis

d'y voir plus clair sur le potentiel de monétisation de l'IA. Il apparaît, par exemple, que les co-pilotes font l'objet d'un déploiement rapide. Ces nouveaux outils sont des assistants connexes à l'IA intégrés dans les logiciels de bureautique afin d'améliorer la productivité de l'utilisateur dans le cadre de diverses tâches, allant de la recherche d'informations à la création de contenus. La possibilité de facturer des frais mensuels supplémentaires pour les co-pilotes permet aux éditeurs de logiciels dont le modèle repose sur les abonnements d'améliorer leur capacité de monétisation de l'IA.

► Rupture dans le secteur de l'énergie

Les inquiétudes relatives au changement climatique et à la sécurité nationale ainsi que l'évolution technologique tirent la décarbonation à l'échelle mondiale. La mise en place d'une économie décarbonée et la transition vers des carburants propres n'iront cependant pas sans difficultés. Tout cela implique, en effet, des investissements dans des domaines aussi variés que la production d'électricité, les infrastructures énergétiques, les transports, l'industrie, le bâtiment et les systèmes de chauffage et de refroidissement, ainsi que l'adoption de technologies vertes pour atteindre les objectifs de «zéro émission nette». Les différents pays et secteurs étant à des stades de développement différents en la matière, les investisseurs ont tout intérêt à s'exposer à plusieurs de ces thèmes.

Selon nos estimations, les capacités mondiales de production d'énergie solaire, de 1000 GW actuellement, devraient tripler dans les prochaines années, augmentant ainsi la part des énergies renouvelables dans le mix énergétique mondial. La part des renouvelables dans la production d'électricité est déjà passée de 20% à 30% en dix ans. Les investisseurs peuvent miser sur le solaire par le biais d'une exposition diversifiée aux technologies vertes, d'une exposition de long terme à la chaîne de valeur de l'efficacité énergétique ou encore par le biais d'une exposition plus concentrée sur des solutions énergétiques intelligentes.

Les véhicules électriques (véhicules à batterie électrique et hybrides compris) devraient

représenter quelque 30% des ventes mondiales d'automobiles d'ici à 2025 et plus de 60% d'ici à 2030, sous l'effet de nouvelles avancées technologiques. La chaîne de valeur des véhicules électriques relève des thèmes d'investissement axés sur les technologies vertes, en particulier en Asie et en Europe.

La décarbonation des systèmes de chauffage et de refroidissement des bâtiments et des installations de production nécessitera, quant à elle, des investissements importants dans l'efficacité énergétique. Et, en la matière, lorsque le matériel ne suffit plus, les logiciels peuvent souvent prendre le relais. Il en découle des opportunités pour les entreprises spécialisées dans la collecte de données numériques et les technologies habilitantes.

En dehors des marchés cotés, les investisseurs peuvent trouver des opportunités en lien avec la rupture énergétique sur les marchés privés, notamment au niveau des infrastructures pour les énergies renouvelables, des réseaux énergétiques, du stockage, du captage du carbone, de l'efficacité énergétique et de l'économie circulaire.

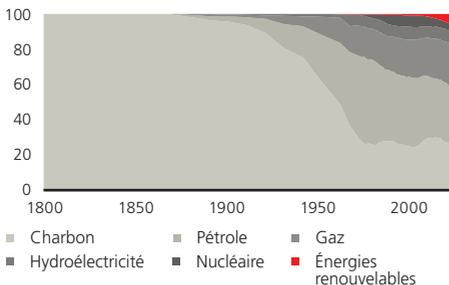
► Rupture dans le secteur de la santé

Le secteur de la santé sera le théâtre d'innovations majeures dans la prochaine décennie. Avec le vieillissement de la population, la demande de services de santé et de traitements médicaux augmentera, et il faudra élaborer de nouvelles approches

Figure 10

La transition vers le renouvelable est en cours

Consommation d'énergie primaire par combustible, en proportion du total, en %



Source: Energy Institute Statistical Review of World Energy 2023, UBS, novembre 2023

pour permettre aux budgets publics, déjà serrés, d'y faire face.

L'innovation biologique et l'application des technologies de la santé figurent, selon nous, parmi les segments les plus prometteurs. Une exposition diversifiée s'impose toutefois, dans la mesure où le secteur compte un grand nombre de petites et de moyennes entreprises.

Outre les médicaments contre l'obésité qui ont largement retenu l'attention en 2023, les traitements du cancer et des maladies rares, ainsi que l'immunologie et la neurologie nous semblent receler de belles opportunités. Plusieurs nouveaux traitements sont, soit en train d'arriver sur le marché, soit en passe d'être approuvés. C'est par exemple le cas des conjugués anticorps-médicaments, des anticorps bi-spécifiques et multi-spécifiques, et des approches de thérapie cellulaire pour les maladies auto-immunes.

La connectivité accrue et l'augmentation des puissances de calcul sont également à l'origine d'avancées importantes, avec notamment le développement de la miniaturisation et de la robotique, l'amélioration des interactions avec les patients et un accès facilité aux soins. Dans le secteur biopharmaceutique, des approches basées sur l'IA pourraient permettre d'améliorer les résultats des processus de découverte de médicaments, de développer de nouvelles

approches en matière de diagnostic ou de personnaliser les traitements. Il est cependant trop tôt pour observer des changements concrets en termes de découverte de médicaments ou de taux d'approbation.

Pour les investisseurs souhaitant miser sur la rupture dans le secteur de la santé, une exposition diversifiée nous semble indispensable, avec des placements sur plusieurs domaines d'innovation. La plupart des «disrupteurs» sont des petites entreprises. Or, le durcissement des conditions financières peut lourdement pénaliser la performance à court terme des actions de ce type d'entreprises. Une stratégie consistant à miser à la fois sur des «disrupteurs» et des «adopteurs» (à savoir des entreprises plus établies qui utilisent les nouvelles technologies) peut permettre de capter les bénéfices de l'innovation tout en limitant les risques.

Les investisseurs peuvent aussi se diversifier en jouant plusieurs sous-secteurs (biopharmacie, outils et technologies médicales, et services) ou plusieurs régions de manière à profiter de la croissance du secteur de la santé dans les marchés émergents. Les investisseurs qui peuvent mobiliser des capitaux sur une durée prolongée peuvent également se diversifier par le biais d'entreprises non cotées, les marchés privés jouant un rôle essentiel dans le financement des premiers stades de la recherche. Une allocation à la santé via les marchés cotés et les marchés privés peut aussi être intéressante dans le cadre de portefeuilles axés sur la durabilité.

Capter la croissance par le biais des marchés privés



Le nouveau monde s'accompagnera d'investissements conséquents dans la santé, la digitalisation et l'énergie. Toutefois, les États étant lourdement endettés, les financements publics en faveur de l'innovation risquent de diminuer. Les gérants des marchés privés ont dès lors un rôle clé à jouer, en apportant les financements nécessaires aux entreprises aux différentes étapes de leur cycle de vie. Cette classe d'actifs offre un beau potentiel de performance et un accès direct à l'économie réelle, mais une liquidité moindre.

► Les marchés privés permettent d'accéder à un plus large éventail d'entreprises

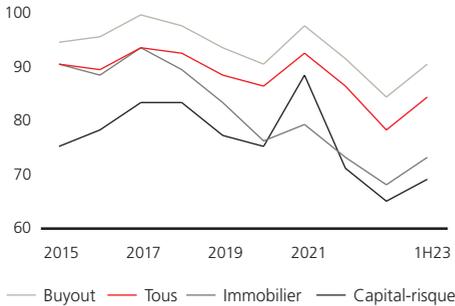
Il est de plus en plus difficile de s'exposer aux entreprises novatrices et à forte croissance par l'intermédiaire des marchés cotés, le nombre de nouvelles sociétés qui rejoignent la cote ne cessant de diminuer. De plus en plus d'entreprises préfèrent rester sur le marché privé ou reporter leur cota-

tion, voire même éviter totalement les marchés, et cette tendance devrait, selon nous, perdurer dans la décennie à venir. Une dynamique comparable est à l'œuvre sur les marchés de la dette, avec une baisse de la part de marché des prêteurs traditionnels au profit de la dette privée, notamment pour ce qui est du financement des petites et moyennes entreprises.

Figure 11

Le marché secondaire affiche des décotes inhabituellement élevées

Prix en % de la VNI pour différentes stratégies sur le marché privé



Source: Jefferies Global Secondary Market Review 1H23, UBS, novembre 2023

► Private equity

Opérations de rachat («buyout») value et sur le marché intermédiaire. Sur le marché intermédiaire, au deuxième trimestre 2023, les multiples d'entrée pour les acquisitions étaient revenus à 10,3 fois la valeur d'entreprise par rapport à l'EBIDTA depuis début 2003, un niveau inférieur à celui de 12,8 enregistré sur les douze derniers mois et à la moyenne depuis 2008, de 11,4. Les stratégies *add-on* (acquisitions complémentaires) restent, en revanche, un outil des plus efficaces pour contrebalancer les pressions des taux d'intérêt et de la croissance. Elles permettent en effet des

arbitrages multiples, des synergies de coûts/revenus et une accélération de la croissance. Nous nous attendons aussi à une nouvelle augmentation des *carveouts* (détourages) et des cessions à mesure que la croissance économique ralentit et que les entreprises se séparent de leurs actifs non essentiels ou non performants à des prix potentiellement attractifs.

Marchés secondaires. Les investisseurs étant nombreux à rechercher la liquidité, les gérants du marché secondaire spécialisés dans l'acquisition de parts de sociétés de portefeuille ou de fonds existants générant ou en passe de générer des flux de trésorerie restent, selon nous, intéressants. Les décotes sont toujours supérieures aux normes historiques (16% de la VNI en juin), les écarts acheteurs/vendeurs ont diminué et l'activité de transaction est en hausse.

Croissance thématique. Pour les investisseurs souhaitant s'exposer aux tendances de long terme dans des domaines comme les logiciels, la santé, l'éducation ou le climat, les fonds thématiques de private equity axés sur la croissance offrent des points d'entrée attractifs.

► Crédit privé

Les stratégies de prêts directs devraient constituer une bonne source de revenus dans la décennie à venir. Les ratios dette/liquidités se sont détériorés, et les défaillances risquent d'augmenter sous l'effet notamment de l'impact différé de la hausse des taux d'intérêt sur l'économie. Toutefois, si les défaillances peuvent donner lieu à des pertes de crédit sur les prêts en cours, les prêteurs privés sont aujourd'hui en mesure d'imposer des conditions qui leur sont plus favorables pour les nouveaux prêts. Ils peuvent, en outre, négocier des garanties plus avantageuses, en exigeant notamment des clauses plus strictes, des niveaux d'endettement plus faibles et des fonds propres plus importants. Les prêts privés affichent actuellement un rendement de près de 12,5% hors effet de levier, supérieur à celui du haut rendement ou des prêts à levier. Ce surcroît de rendement devrait permettre de compenser d'éventuelles pertes de crédit. Nous recommandons de privilégier les gérants expérimentés qui font preuve de prudence. Les gérants ayant de l'expérience dans le redressement d'entreprises et les prises de participation peuvent également être intéressants dans le contexte actuel. Avant tout placement, les investisseurs doivent néanmoins être bien conscients des risques inhérents aux marchés privés, en particulier les risques d'illiquidité, de mobilisation prolongée du capital, d'endettement et de concentration excessive.

► Actifs réels

Nous faisons preuve de sélectivité sur le marché immobilier, en mettant un accent particulier sur la qualité et la résilience. Les fondamentaux de l'immobilier industriel/logistique et du logement collectif nous semblent solides, car soutenus par des tendances favorables comme le développement du commerce électronique et les facteurs démographiques. Par ailleurs, malgré la forte incertitude ambiante, les difficultés actuelles du secteur américain de l'immobilier de bureaux devraient, selon nous, donner lieu à de bonnes opportunités d'investissement dans la décennie à venir. Si certains ensembles de bureaux subissent encore une baisse des prix, leur conversion et leur rénovation pourraient s'accompagner d'opportunités intéressantes.

Dans le domaine des infrastructures, le développement de nouveaux actifs et la modernisation de l'existant sont au cœur de plusieurs tendances structurelles, telles que la digitalisation, la décarbonation et la démondialisation. Un peu partout dans le monde, les autorités s'efforcent de renforcer les capacités (notamment dans les énergies renouvelables) tout en améliorant la rentabilité et la compétitivité des projets en cours et futurs. Les infrastructures constituent non seulement une opportunité thématique, mais elles présentent aussi des caractéristiques uniques (comme des barrières élevées à l'entrée, l'inélasticité de la demande et des flux de trésorerie réguliers qui augmentent avec l'inflation) qui peuvent en faire une source stratégique de revenus et d'appréciation du capital dans le cadre de portefeuilles multi-actifs.

Trouver le bon équilibre pour l'année et la décennie à venir

Le nouveau monde s'accompagne de complexité et de volatilité, mais également d'opportunités de faire fructifier son patrimoine. Pour naviguer au mieux dans ce nouveau monde, les investisseurs peuvent se doter d'un plan reposant sur l'approche Liquidité. Longévité. Legs.*, trouver le bon équilibre en misant sur un portefeuille multi-actifs diversifié sur le plan mondial, et faire preuve à la fois de discipline et d'agilité pour compléter leur portefeuille de long terme par des positionnements tactiques.

Liquidité. Longévité. Legs.

L'approche Liquidité. Longévité. Legs., dite approche des 3L, a été conçue pour permettre aux investisseurs de définir et d'atteindre leurs objectifs en matière de patrimoine à différents horizons temporels. Cette approche s'articule autour de trois stratégies:

Liquidité.

Il s'agit ici de disposer de suffisamment d'actifs liquides, consistant généralement en liquidités et quasi-liquidités, pour faire face aux dépenses à court terme. Les taux d'intérêt étant appelés à diminuer l'an prochain et dans les années suivantes, nous recommandons aux investisseurs de ne pas

détenir sous forme de liquidités plus de l'équivalent de deux à cinq ans de retraits nets prévus sur leur portefeuille, et de se positionner dès maintenant de manière à optimiser les rendements au travers de certificats de dépôt, d'obligations échelonnées ou de solutions structurées.

Longévité.

Cette stratégie consiste à miser sur des actifs susceptibles de générer des revenus tout au long de la vie de l'investisseur. Dans notre nouveau monde dominé par l'incertitude, la stratégie la plus porteuse consiste, selon nous, à investir dans un portefeuille bien diversifié sur le plan mondial, et à trouver le bon équilibre entre

* 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.

les objectifs de performance et la gestion des risques, tout en jouant les idées tactiques évoquées dans le présent rapport.

Legs.

Cette stratégie vise à couvrir les dépenses envisagées au-delà de la propre vie de l'investisseur, et éventuellement à maximiser la valeur des actifs destinés à ses héritiers ou à des activités philanthropiques. Nombre des idées évoquées dans la section «La décennie à venir», notamment celles concernant les leaders de la rupture et les marchés privés, peuvent tout à fait convenir à la stratégie Legs. Des investissements durables ou à impact (*impact investing*), ainsi que le financement d'actions philanthropiques peuvent également être envisagés dans le cadre de cette stratégie.

Les investisseurs peuvent aborder l'approche des 3L en déterminant, dans un

premier temps, les retraits nécessaires sur leur portefeuille pour faire face aux dépenses des trois à cinq prochaines années. Ils doivent ensuite définir un plan de dépenses pour les cinq années suivantes et au-delà, avant de décider, enfin, ce qu'ils entendent consacrer à leur stratégie Legs.

La mise en œuvre, avec l'aide d'un conseiller, des stratégies Liquidité. Longévité. Legs. sur la base des montants qui ressortent de cette analyse permet aux investisseurs d'y voir plus clair sur le but de leurs investissements et d'améliorer ainsi leur chances de l'atteindre. La stratégie Liquidité peut aussi offrir une certaine tranquillité d'esprit dans les phases de volatilité du marché. Et dans les périodes de marchés baissiers, un processus discipliné de retrait, puis de réalimentation de la stratégie peut permettre de dégager une surperformance non négligeable au fil du temps.

L'approche Liquidité. Longévité. Legs.



Source: UBS

Le choix de la stratégie dépend des objectifs de chaque client et de l'adéquation (suitability).

Trouver le bon équilibre

Un portefeuille équilibré basé sur une position «core» nous semble être le meilleur moyen de se protéger tout en faisant fructifier son patrimoine au fil du temps. Le concept de portefeuille équilibré repose sur le principe de diversification, consistant à miser sur plusieurs catégories d'actifs de manière à dégager une performance tout en maîtrisant les risques.

La diversification est souvent considérée comme un moyen de limiter les risques, et c'est effectivement le cas. Une large répartition des placements permet en effet de réaliser une performance comparable à celle de placements individuels, mais avec moins de risques.

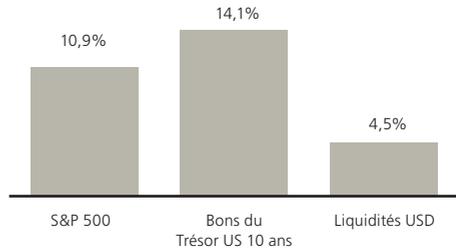
Toutefois, la diversification n'est pas seulement une protection contre les risques. Elle permet aussi de ne pas passer à côté des titres performants dans la mesure où elle évite les surexpositions à ceux qui sous-performent. Il n'est rien de plus difficile que d'évaluer les performances futures. Une étude d'Hendrik Bessembinder, un professeur de l'Arizona State University, a montré que 0,3% seulement des entreprises ont contribué à la moitié des gains du marché actions américain entre 1926 et 2019. Or, la diversification est le seul moyen pour les investisseurs d'être certains de ne pas manquer les rares «gagnants», surtout dans les périodes de changement.

À cet effet, la définition d'un plan financier clair, tenant compte des objectifs de

Figure 12

Performance positive en perspective pour toutes les classes d'actifs

Performance globale escomptée en décembre 2024 pour certaines classes d'actifs



Source: UBS, novembre 2023

performance de l'investisseur et de sa tolérance à la volatilité et au risque, est un bon début. Les portefeuilles équilibrés peuvent être construits de manière à répondre à divers niveaux de tolérance aux risques et objectifs de performance. Les investisseurs axés sur la durabilité peuvent, eux aussi, se doter de portefeuilles équilibrés tout en optant pour des placements durables et bénéficier de rendements financiers ajustés du risque comparables à ceux qu'offrent les portefeuilles traditionnels.

On peut investir dans un portefeuille équilibré n'importe quand, mais le moment est particulièrement propice. Les perspectives pour l'an prochain s'annoncent en effet prometteuses aussi bien pour les actions que pour les obligations et les produits alternatifs, et dans nos principaux scénarios de risque, les actions et les obligations présentent un potentiel de diversification efficace.



Rétrospective de l'année 2023

Croissance

Nous nous attendions à un ralentissement de la croissance en 2023. Le ralentissement a bien eu lieu, mais il a été moins marqué que ce que nous avions prévu. Les économies développées devraient afficher une croissance de 1,7% en 2023 alors que nous avions tablé sur 0,4% (et 2,4% en 2022). La croissance des pays émergents devrait, quant à elle, atteindre 4,3% tandis que nous l'attendions 3,5% (et 4,1% en 2022).

Inflation

Nous avons prévu un recul de l'inflation en 2023. L'inflation a bien fléchi, mais un peu moins que ce que nous anticipions. Aux États-Unis, les prix à la consommation devraient s'inscrire en hausse de 3,7% cette année, alors que nous attendions une progression de 3,6%.

Taux

Nous pensions que les banques centrales seraient en mesure de réduire les taux d'intérêt dès la fin de 2023. Les cycles de hausses des taux sont certes arrivés à leur terme ou s'en rapprochent, mais les tensions sur les marchés du travail ont, jusqu'à présent, exclu tout assouplissement de la politique monétaire. Nous tablons désormais sur un début de réduction des taux à la fin du printemps ou au début de l'été 2024.

Obligations

La résilience étonnamment forte de l'activité et des marchés du travail s'est traduite par la poursuite de la hausse des rendements obligataires, ce que nous n'avions pas vu venir. Nous avons, au contraire, tablé sur

un recul des rendements des bons à 10 ans du Trésor américain, de 3,9% en 2022 à 3% en 2023. Or, ils sont à 4,6% au moment où nous rédigeons ce rapport.

Actions

Nous étions neutres à l'égard des actions au début de 2023. L'envolée inattendue d'une poignée de valeurs, propulsées par l'IA, a soutenu les indices d'actions tout au long de l'année. Sur les douze mois précédents le moment où nous rédigeons ce rapport, le S&P 500 s'est inscrit en hausse de 10,5%, le Stoxx 600 de 3,3%, et le MSCI Emerging Markets de 1,8%.

Monnaies

Le dollar américain aborde la fin de l'année 2023 à un niveau légèrement plus faible qu'il ne l'a commencée, que ce soit face à l'euro ou à la livre sterling. Quant au franc suisse, il a évolué dans la direction que nous avions prévue pour l'ensemble de l'année, mais à un degré moindre que ce que nous avons envisagé. Nous n'avions pas anticipé la faiblesse prolongée du yen, fruit de la politique monétaire toujours accommodante de la Banque du Japon.

Matières premières

L'or a fait mieux que ce que nous attendions, malgré la hausse des taux d'intérêt. Le métal jaune a en effet bénéficié de la volonté des investisseurs de se couvrir contre les risques géopolitiques. À l'inverse, les prix du pétrole ont été inférieurs à nos prévisions bien que le baril ait testé les 100 dollars au troisième trimestre à la faveur des efforts des pays de l'OPEP+ pour restreindre l'offre.

Prévisions par classes d'actifs

Monnaies

	Comptant	Juin 24	Déc. 24	PPA
EURUSD	1,07	1,10	1,12	1,29
GBPUSD	1,23	1,25	1,27	1,59
USDCHF	0,90	0,88	0,87	0,78
USDCAD	1,38	1,34	1,32	1,21
AUDUSD	0,64	0,69	0,72	0,69
EURCHF	0,96	0,97	0,97	1,00
NZDUSD	0,59	0,61	0,62	0,61
USDJPY	152	143	140	84
USDCNY	7,29	7,20	7,00	4,45

Source: UBS, 13 novembre 2023

Matières premières

	Comptant	Juin 24	Déc. 24
Brent (USD/baril)	83	95	95
WTI (USD/baril)	78	91	91
Or (USD/once)	1950	1950	2150

Source: UBS, 13 novembre 2023

Taux et obligations

	Rendement à 2 ans (%)			Rendement à 10 ans (%)		
	Comptant	Juin 24	Déc. 24	Comptant	Juin 24	Déc. 24
USD	5,03	3,75	3,25	4,64	3,75	3,50
EUR	3,08	2,50	2,00	2,71	2,25	2,25
GBP	4,64	4,00	3,50	4,31	3,75	3,50
CHF	1,31	0,75	0,70	1,09	0,90	0,90
JPY	0,10	0,20	0,25	0,87	1,00	0,80

Source: Bloomberg, UBS, au 13 novembre 2023

Prévisions économiques

	Croissance du PIB (%)				Inflation (moyenne, %)			
	2023e	2024e	2025e	2026e	2023e	2024e	2025e	2026e
Amérique								
États-Unis	2,4	1,1	1,7	1,8	4,2	2,7	2,0	2,3
Canada	1,1	0,2	1,3	2,1	3,9	2,5	2,1	2,0
Europe								
Zone euro	0,5	0,6	1,2	1,1	5,5	2,4	2,1	2,0
Royaume-Uni	0,6	0,6	1,5	1,3	7,4	2,6	2,1	2,0
Suisse	0,7	1,2	1,5	1,6	2,2	1,8	1,7	1,4
Asie								
Chine	5,2	4,4	4,6	4,2	0,4	1,2	1,6	1,8
Japon	1,9	0,7	1,0	0,8	3,3	2,3	1,5	1,6
Inde	6,3	6,2	6,2	6,5	5,5	4,8	4,5	4,5
Australie	1,9	1,6	2,2	2,1	5,7	3,6	3,0	2,9
Marchés développés	1,7	1,1	1,6	1,6	4,6	2,5	2,0	2,0
Marchés émergents	4,3	3,9	4,3	4,2	7,6	8,7	5,1	4,1
Monde*	3,1	2,6	3,1	3,0	6,3	6,0	3,8	3,2

e = estimation

* Hors Venezuela pour l'inflation

Source: UBS au 13 novembre 2023

Mention légale

Year Ahead 2024 – 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 analyst

Abe De Ramos

Project Manager

Sagar Khandelwal

Clôture de la rédaction

15 novembre 2023

Date de publication

16 novembre 2023

Conception

CIO Content Design
UBS Switzerland AG

Photo de couverture

Lisa Therese sur Unsplash

Langues

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

Contact

ubs.com/cio

SAP-Nr. 82251F-2301

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 avons 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 actifs non traditionnels sont des investissements alternatifs qui englobent les hedge funds, le private equity, l'immobilier et les opérations à terme (collectivement désignés par l'expression « investissements alternatifs »). Les parts de fonds d'investissements alternatifs (FIA) sont vendues aux seuls investisseurs qualifiés et uniquement à l'aide de documents comportant des informations sur les risques, la performance et les frais des FIA. Les clients sont invités à lire attentivement ces documents avant de souscrire et conserver des parts. Un investissement dans un FIA est de nature spéculative et comporte des risques substantiels. En particulier, ces instruments d'investissement

(1) ne sont pas des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et ne sont pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que les OPCVM; (2) peuvent avoir une performance volatile; les investisseurs sont susceptibles de perdre une part substantielle, voire la totalité des sommes investies; (3) peuvent avoir recours à l'effet de levier et à d'autres pratiques d'investissement spéculatives pouvant accroître le risque de perdre les sommes investies; (4) sont des investissements illiquides réalisés sur le long terme; en général, il n'existe pas de marché secondaire pour les parts de tels fonds et il n'est pas prévu qu'un tel marché voie le jour; (5) les parts de FIA sont généralement illiquides et leur transfert est soumis à des restrictions; (6) ne sont pas toujours tenus de communiquer régulièrement aux investisseurs les informations relatives aux prix et à la valorisation; (7) impliquent en général des stratégies fiscales complexes; il se peut que les informations fiscales parviennent tardivement aux investisseurs; (8) comportent des frais élevés, dont les frais de gestion et autres débours qui réduisent d'autant les bénéfices.

Les parts de FIA ne constituent pas des dépôts ou des obligations et ne sont pas garantis ni avalisés par une quelconque banque ou autre institution dépositaire assurée et 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 FIA, les investisseurs intéressés doivent comprendre ces risques et avoir les moyens et la volonté de les endurer pendant une longue période. Les parts de FIA sont un placement qu'il convient d'envisager en complément d'un plan d'investissement global.

Outre les risques liés aux investissements alternatifs en général, il existe d'autres risques liés à un investissement dans ces stratégies:

- **Risque lié aux hedge funds:** investir dans des hedge funds comporte des risques spécifiques, dont les risques inhérents à la vente à découvert, à l'investissement dans les options, les petites capitalisations, les obligations spéculatives, les instruments dérivés, les titres en difficulté, les actions émises ailleurs qu'aux Etats-Unis et les investissements illiquides.
- **Gestion d'opérations à terme:** investir dans des contrats à terme comporte des risques spécifiques. Par exemple, tous les gérants ne se concentrent pas en permanence sur toutes les stratégies et les stratégies de contrats à terme peuvent comporter des éléments directionnels substantiels.
- **Immobilier:** investir dans l'immobilier et les fonds de placements immobiliers comporte des risques spécifiques: risqués associés aux titres de créance, à une dégradation de la conjoncture économique ou des conditions de marché locales, aux modifications du droit fiscal et immobilier ou des règles de zonage, aux appels de fonds et, pour certains produits, des risques associés à un éventuel traitement favorable en vertu du droit fiscal fédéral.
- **Private equity:** il existe des risques propres au private equity. Les appels de fonds peuvent être effectués moyennant un préavis court et l'incapacité à les honorer peut avoir des conséquences négatives importantes, ne se limitant pas à la perte de la totalité du capital investi.
- **Risque de change:** les investisseurs qui acquièrent des titres d'émetteurs situés en dehors des Etats-Unis doivent garder à l'esprit que les fluctuations de taux de change entre le dollar américain et la monnaie du pays de domicile de l'émetteur peuvent avoir des effets imprévus sur le cours boursier et la liquidité de ces titres, même s'ils sont libellés en dollars américains. Par ailleurs, ces titres impliquent d'autres risques (bouleversements politiques, économiques ou réglementaires, par exemple) dont un investisseur américain n'a pas nécessairement connaissance.

Les prévisions de placement de l'UBS Chief Investment Office («CIO») sont préparées et publiées par l'activité Global Wealth Management d'UBS Switzerland AG (assujettie à la surveillance de la FINMA en Suisse ou ses entreprises associées («UBS»), qui fait partie d'UBS Group SA («Groupe UBS»). Le Groupe UBS comprend Credit Suisse AG, ses filiales, ses succursales et ses sociétés affiliées. Une clause de non-responsabilité supplémentaire concernant la division Credit Suisse Wealth Management figure à la fin de cette section.

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

Informations générales sur la recherche financière et les risques:

Cette publication vous est adressée à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. L'analyse figurant ici ne constitue pas une recommandation personnelle ni ne prend en compte les objectifs de placement, les stratégies de placement, la situation financière et les besoins particuliers de chaque destinataire de ladite publication. Des hypothèses différentes peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Elle repose sur de nombreuses hypothèses. Certains services et produits sont susceptibles de faire l'objet de restrictions juridiques et ne peuvent par conséquent pas être offerts dans tous les pays sans restriction aucune et/ou peuvent ne pas être offerts à la vente à tous les investisseurs. Bien que ce document ait été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient à l'exception des informations divulguées en rapport avec UBS. Toutes les informations et opinions ainsi que les prévisions, estimations et prix du marché indiqués correspondent à la date du présent rapport et peuvent varier sans préavis. En raison de l'application d'hypothèses et de critères différents, les appréciations présentées dans ce document peuvent différer de celles formulées par d'autres départements ou divisions d'UBS ou même leur être contraires.

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

inférieure à celle que vous avez investie ou vous pouvez être contraint d'apporter des fonds supplémentaires. Les fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur le prix, la valeur ou le rendement d'un instrument financier. L'analyste/Les analystes responsable(s) de la préparation du présent rapport peut/peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et autres aux fins de collecte, de synthèse et d'interprétation des informations boursières.

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 rédigées par UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** est rédigée 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'évaluation. Par conséquent, à l'exception de certaines prévisions économiques (pour lesquelles UBS CIO et UBS Global Research peuvent collaborer), les recommandations d'investissement, les notations, les objectifs de prix et les évaluations fournis par chacune des entités d'analyse peuvent varier et différer entre eux. Nous vous invitons à vous reporter à chaque produit de recherche concerné pour obtenir de plus amples informations sur sa méthodologie et son système de notation. Tous les clients n'ont pas forcément accès à tous les produits de chaque entité. Chaque produit de recherche est assujéti aux politiques et procédures de l'entité qui le produit.

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

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

Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable d'UBS. Sauf convention contraire dont il a été convenu par écrit, UBS interdit expressément la distribution et le transfert de ce document à un tiers quelle qu'en soit la raison. UBS décline toute responsabilité en cas de réclamation ou de poursuite judiciaire de la part d'un tiers fondé sur l'utilisation ou la distribution de ce document. Ce document ne peut être distribué que dans les cas autorisés par la loi applicable. Pour obtenir des informations sur la façon dont CIO gère les conflits et assure l'indépendance de ses prévisions de placement et de ses publications, ainsi que sur ses méthodes d'analyse et d'évaluation, veuillez visiter le site www.ubs.com/research-methodology. Des renseignements supplémentaires sur les auteurs de ce document et des autres publications du CIO citées dans ce rapport, ainsi que des exemplaires de tout rapport précédent sur ce thème, sont disponibles sur demande auprès de votre conseiller à la clientèle.

Information importante relative à la stratégie d'investissement durable: 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 la présente analyse ou publication est fournie à des gérants de fortune indépendants ou à des conseillers financiers externes, UBS interdit expressément à ces derniers de la redistribuer ou de la mettre à disposition de leur propre clientèle et/ou de tiers.

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

Clause de non-responsabilité supplémentaire – Credit Suisse Wealth Management

Ce document vous parvient en votre qualité de client de Credit Suisse Wealth Management. Vos données personnelles seront traitées conformément à la déclaration de confidentialité du Credit Suisse, accessible depuis votre domicile sur le site officiel du Credit Suisse à l'adresse <https://www.credit-suisse.com>. Afin de vous proposer du matériel de marketing concernant nos produits et services, UBS Group AG et ses filiales peuvent traiter vos données personnelles de base (autrement dit vos coordonnées, telles que votre nom et votre adresse e-mail) jusqu'à ce que vous nous fassiez savoir que vous ne souhaitez plus le recevoir. Vous pouvez à tout moment mettre fin à cet envoi de matériel en informant votre Relationship Manager.

Sauf mention spécifique dans les présentes et/ou en fonction de l'entité Credit Suisse locale qui vous a envoyé ce rapport, ce dernier est distribué par Credit Suisse AG, une société agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Credit Suisse AG est une société du Groupe UBS.

Version D/2023. CIO82652744

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

