

Infrastructures

Perspectives pour 2025

Hors des sentiers battus

Investir dans les tendances
de fond en sortant des
sentiers battus



Résumé

«Au moment où une certaine conception devient majoritaire, elle n'est déjà plus la meilleure: quelqu'un aura déjà progressé plus loin que les positions atteintes par la majorité.»¹

Friedrich Hayek, Prix Nobel d'économie

Il ne fait aucun doute qu'en 2025, la conjoncture macro-économique sera favorable aux investissements privés dans les infrastructures: la croissance économique est résiliente, l'inflation reste au-dessus de la moyenne et les taux d'intérêt baissent. En outre, depuis quelques années, les infrastructures négociées sur le marché privé affichent un différentiel de valorisation par rapport aux marchés cotés. Les planètes semblent donc bien alignées pour cette classe d'actifs, même s'il est vrai qu'il n'y a plus d'argent 'facile' à tirer des infrastructures.

Dans toutes les classes d'actifs, les ruptures technologiques, les positionnements très prisés et les valorisations font l'objet de grands débats entre investisseurs. Le marché privé des infrastructures ne fait pas exception. Les tendances structurelles que sont les '4D' (décarbonation, digitalisation, démondialisation et démographie) donnent accès à de nouvelles opportunités de placement, mais suscitent aussi un sentiment mitigé.

Effectivement, on ne peut pas prétendre que le secteur des infrastructures soit pris d'assaut. Les participations privées dans les infrastructures ne représentent que 4% des portefeuilles des investisseurs institutionnels.² Et les données historiques montrent que ces placements dégagent des rendements corrigés du risque stables. S'il est difficile de passer à côté des secteurs des infrastructures dédiées aux énergies renouvelables ou à la digitalisation, il faut avouer que les biens d'infrastructure traditionnels, tels que les services aux collectivités, les transports et la gestion des déchets, semblent peu représentés dans les portefeuilles.

Dans notre 7^e rapport sur les perspectives annuelles en matière d'infrastructures, nous proposons une lecture du paysage de plus en plus complexe de l'investissement dans les infrastructures. Nous identifions des sources d'opportunités et nous proposons des pistes de réflexion sur les hypothèses d'évaluation des actifs afin de vous aider à éviter les positionnements très prisés et les opportunités de gains qui ne le sont qu'en apparence (*value traps*). Nous développons également l'opinion selon laquelle, vu les résultats des élections américaines, les investisseurs sous-estiment les risques politiques, malgré les facteurs d'atténuation du risque que représentent la forte demande d'électricité et certaines conséquences imprévues des changements dans la politique américaine. Enfin, nous expliquons pourquoi l'année à venir ouvrira une bonne fenêtre de tir pour investir dans la dette d'infrastructure à l'approche du pic de remboursements attendu en 2025.

¹ *La constitution de la liberté*, Friedrich Hayek, 1960.

² *2024 Institutional Infrastructure Allocations Monitor*, Hodes Weill et Cornell University's Program in Infrastructure Policy, juin 2024.



À court d'excuses?

Les planètes sont bien alignées
dans le secteur des infrastructures

Les planètes sont, selon nous, bien alignées pour investir dans les infrastructures en 2025. Le secteur est en proie à diverses difficultés depuis quelques années, apportant de l'eau au moulin des investisseurs qui, pour différentes raisons, sont sceptiques à l'égard de cette classe d'actifs. Maintenant que l'environnement macro-économique et la confiance retrouvent des couleurs, les investisseurs qui considèrent ce secteur avec scepticisme n'ont plus d'excuses.

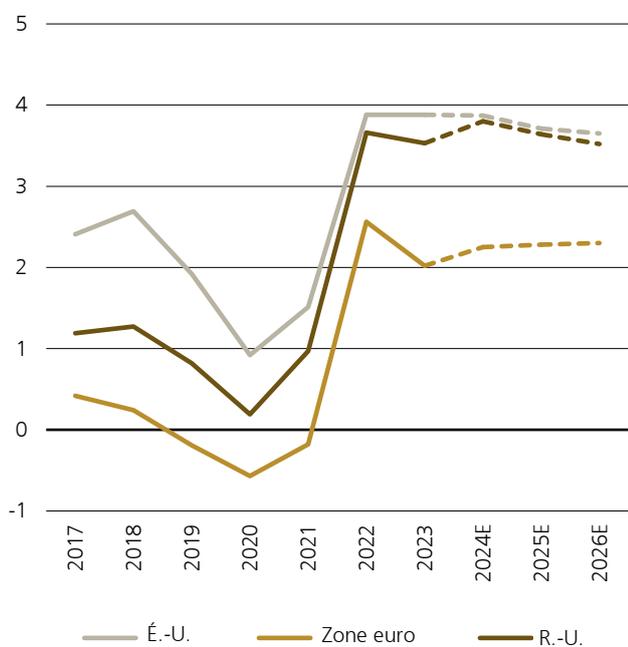
Dans le rapport sur les perspectives des infrastructures de l'année dernière³, nous disions déjà percevoir des signes positifs malgré les faibles niveaux de levées de fonds et de transactions. Les investisseurs ont cependant temporisé en raison des incertitudes créées par les conditions macro-économiques et de l'effet dénominateur.

³ 2024 Infrastructure outlook: Answering five tough questions from infra-skeptics, UBS Asset Management, décembre 2023 [lien](#).

Le sentiment général des marchés s'est amélioré au cours de l'année 2024.⁴ Sur le plan des conditions macro-économiques, ils ont bien réagi aux baisses des taux d'intérêt à l'échelle mondiale. Si l'on se base sur les prévisions récentes, les taux d'intérêt à long terme baissent toutefois plus graduellement, en particulier dans certaines régions, comme l'Europe (voir figure 1).

Néanmoins, la trajectoire de baisse des taux ne laisse pas de place au doute. Ce point est fondamental concernant les infrastructures. En effet, depuis que le secteur a tendance à recourir de façon considérable à l'endettement, le principal sujet de préoccupation est le niveau élevé des taux d'intérêt.

Graphique 1 : Rendements des emprunts d'État à 10 ans (prévisions)

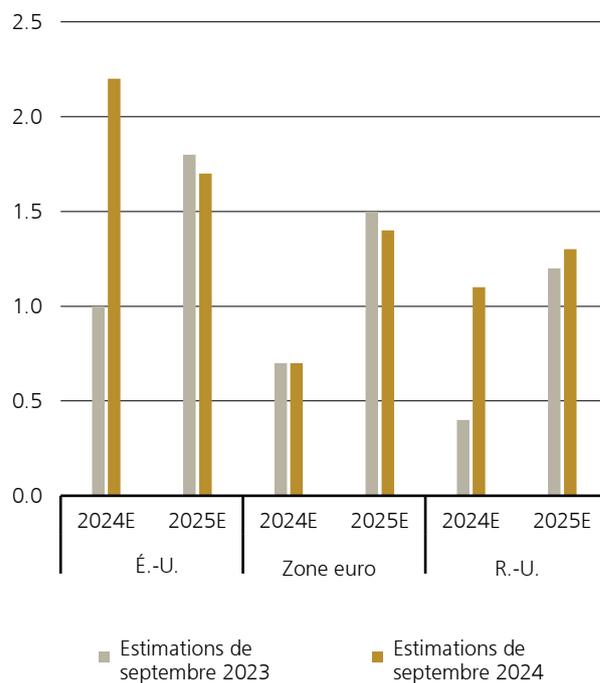


Source : Bloomberg, octobre 2024. **La performance passée ou escomptée ne préjuge pas de résultats futurs.**

Les investisseurs savent que les taux d'intérêt restent élevés à cause de la persistance de l'inflation. Or, c'est précisément un argument en faveur du secteur des infrastructures, qui est une classe d'actifs sensible à l'inflation. Les infrastructures sont, en effet, pourvoyeuses de services essentiels à la société et disposent d'un fort pouvoir de fixation des prix et d'un levier opérationnel important lorsque l'inflation est supérieure à la moyenne.

Il convient, par ailleurs, de ne pas négliger une donnée économique essentielle: la croissance du PIB est solide en Amérique du Nord comme en Europe. Par rapport aux prévisions formulées il y a un an, la croissance du PIB en 2024 est bien plus élevée que prévu aux États-Unis et au Royaume-Uni, et conforme aux prévisions en Europe (voir figure 2).

Figure 2 : Prévisions de croissance du PIB réel (en %, prévisions actuelles et prévisions il y a un an)



Source : Bloomberg, octobre 2024

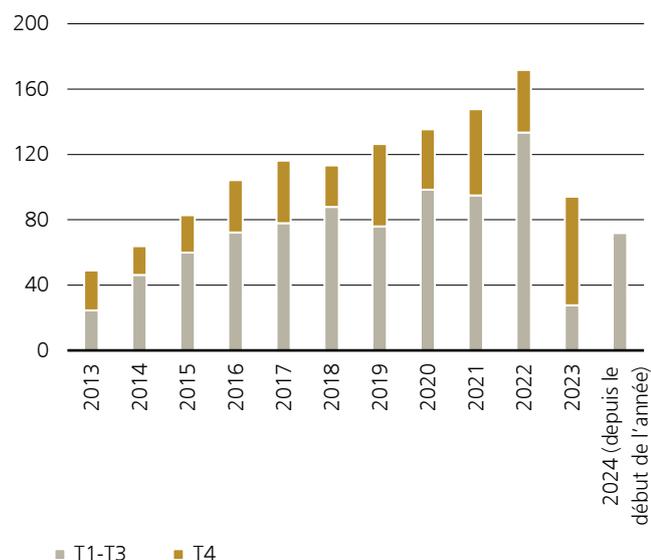
Le secteur des infrastructures est généralement plus sensible à l'inflation qu'au PIB, mais la stabilité de la croissance économique est un facteur positif, car elle élimine le risque d'un atterrissage brutal, lequel aurait des conséquences néfastes, y compris sur les infrastructures.

Les apports de fonds propres constituent un bon indicateur de l'amélioration du sentiment général. Au cours des trois premiers trimestres 2024, le secteur des infrastructures a réuni plus de 70 milliards de dollars, soit 150% de plus qu'au cours de la même période en 2023 (figure 3).

Certes, les niveaux d'apports de 2021 et 2022, qui ont été des années fastes pour le financement privé des infrastructures, ne sont pas prêts d'être égalés. Néanmoins, les données récentes montrent qu'ils ont probablement atteint un plancher en 2023 et sont désormais voués à rebondir.

⁴ *Fundraising in infrastructure: A return to the*

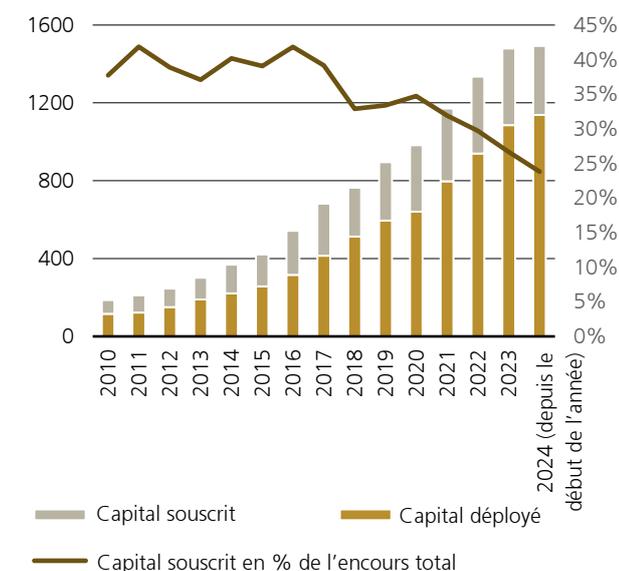
Figure 3: Fonds levés dans le secteur des infrastructures (en mrd d'USD)



Source : Preqin, octobre 2024. **La performance passée ou escomptée ne préjuge pas de résultats futurs.**

Le fait que l'activité de levée de fonds tourne au ralenti révèle un autre avantage. Le secteur des infrastructures affiche un niveau de capital souscrit qui n'avait pas été aussi bas depuis 2020. De plus, en pourcentage de l'encours total, le capital souscrit n'avait jamais atteint ce plancher (voir figure 4). La concurrence est donc faible sur ce marché, alors même que le secteur a besoin de capitaux

Figure 4: Encours total et capital souscrit sur le marché des investissements privés dans les infrastructures (en mrd d'USD)



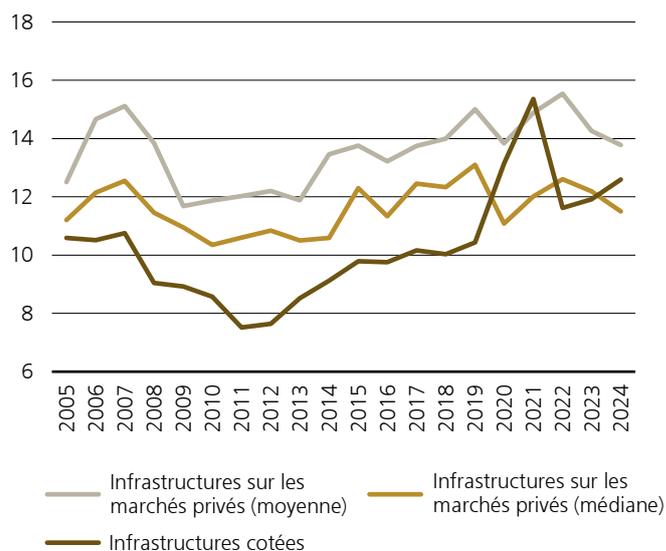
Source : Preqin, octobre 2024. **La performance passée ou escomptée ne préjuge pas de résultats futurs.**

Le volume de transactions est un aspect qui pêche. La trajectoire du nombre d'opérations est moins soutenue que l'année dernière. Les anticipations des acheteurs et des vendeurs maintiennent un écart entre les cours acheteur et vendeur, limitant l'activité.

Nous comptons sur la stabilisation de l'environnement macro-économique pour resserrer cet écart sur fond de convergence des hypothèses d'évaluation des acheteurs et des vendeurs. Les conditions devraient donc favoriser la conclusion de transactions.

Par ailleurs, l'analyse des données de notre base de données propriétaire indique que, sur les marchés privés, les valorisations des infrastructures ont légèrement baissé au cours des deux dernières années. Or, ce n'est pas le cas des actions cotées, dont les multiples de valorisation ont augmenté sur la même période (voir figure 5).

Figure 5: Valorisations des transactions dans le secteur des infrastructures sur les marchés privés (VE/EBITDA)



Source : base de données propriétaire d'UBS Asset Management (données basées sur plus de 1500 transactions); Mergermarket; Inframation; Bloomberg, octobre 2024. **La performance passée ou escomptée ne préjuge pas de résultats futurs.**

En résumé, la conjoncture macro-économique est porteuse pour le secteur des infrastructures à plusieurs titres, notamment une croissance économique meilleure que prévu, une inflation supérieure à la moyenne et la baisse des taux d'intérêt (lentement, mais sûrement).

Après deux ans de fortes performances sur les marchés cotés, l'effet dénominateur s'estompe. Les valorisations des infrastructures sur les marchés privés ont reculé, et la concurrence est faible entre investisseurs. L'année la plus riche en élections de l'histoire de l'humanité s'achève, mettant un terme à certaines sources d'inquiétudes sur le plan politique. Nous restons donc positifs concernant le secteur des infrastructures en 2025.

Conseils pratiques sur les tendances de fond

Une approche à contre-courant des thèmes structurels

«Les personnes qui investissent avec un enthousiasme démesuré dans une société fondamentalement saine sont probablement celles qui subissent le plus gros cumul de pertes.»⁵

Benjamin Graham, *L'investisseur intelligent*

Les marchés des infrastructures sont-ils dominés par un instinct grégaire? La question se pose de plus en plus fréquemment. Mais à huis clos, pas en public. Et pour nous, la réponse est *oui*.

Il est légitime de se poser la question. Elle préoccupe d'ailleurs également les marchés cotés, qui s'interrogent sur les positionnements très prisés et les hautes valorisations que créent les ruptures technologiques. Le secteur des infrastructures est exposé, lui aussi, à des tendances disruptives et à des thèmes de long terme comme les '4D': décarbonation, digitalisation, démondialisation et démographie.

⁵ *Take Your Dreams Elsewhere* (interview), Forbes Magazine, janvier 1972.



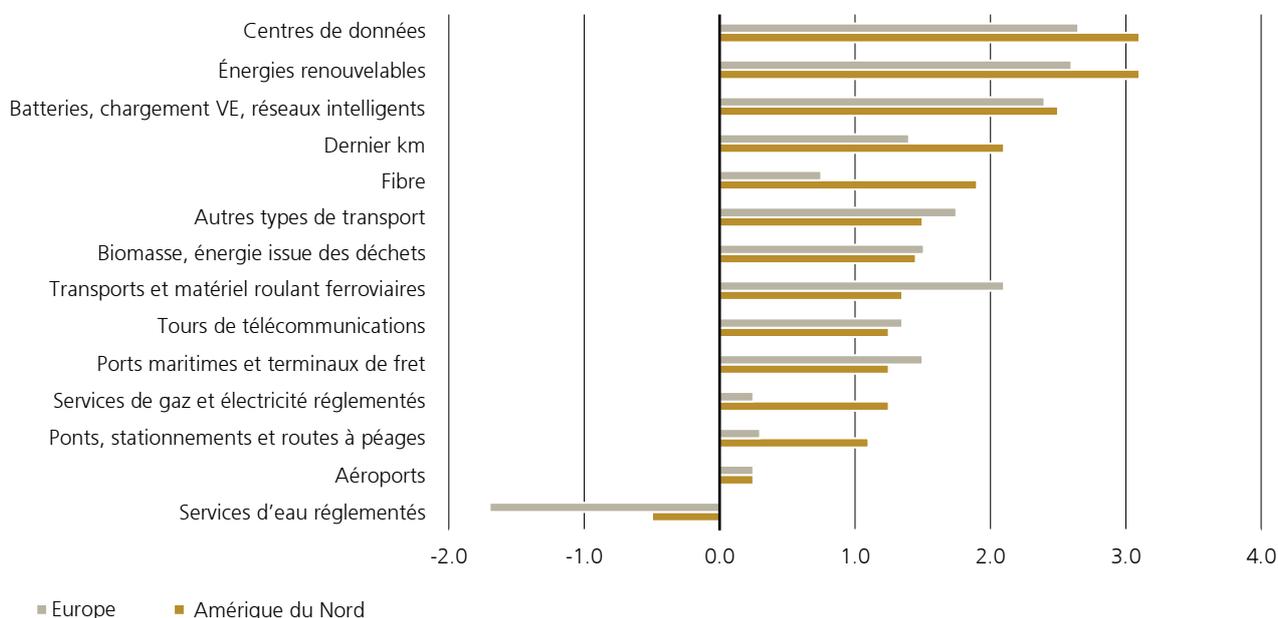
Nous sommes clairement positifs sur ces tendances de fond. Nous continuons de penser qu'elles transformeront le monde et constituent de belles opportunités de placement.⁶ Il serait néanmoins malhonnête de ne pas avouer qu'elles suscitent un immense engouement.

Ces thèmes d'investissement ont trouvé un écho favorable auprès des gestionnaires et des investisseurs. Interrogés sur les domaines dans lesquels ils souhaiteraient déployer des capitaux, les gestionnaires répondent en grande majorité qu'ils viseraient des activités telles que les énergies renouvelables et les centres de données (voir figure 6), car elles sont exposées à des thèmes tels que la décarbonation et l'intelligence artificielle (IA).

Les secteurs des infrastructures plus 'traditionnelles', comme les services aux collectivités, les transports et la gestion des déchets, arrivent bien après dans le classement. Sans surprise, les services de distribution d'eau réglementés recueillent le moins de suffrages, confrontés pour beaucoup à des difficultés, en Europe notamment.

Cependant, le sentiment est une chose. Les fondamentaux en sont une autre. Lorsqu'on se base sur les fondamentaux des infrastructures cotées, on constate que les estimations de bénéfices (EBITDA) du consensus sont assez positives (voir figure 7).

Figure 6: Perspectives d'opportunités dans le secteur des infrastructures dans les douze prochains mois (sondage auprès de GP, -5: extrêmement mauvaises, 5: extrêmement favorables)



Source : GIIA, Infrastructure Pulse Survey d'Alvarez & Marsal, juillet 2024.

À l'instar du sentiment de confiance qu'ils inspirent, les secteurs des énergies renouvelables et les centres de données affichent de bonnes perspectives de croissance. Mais ce qui saute surtout aux yeux dans cette figure, c'est que tous les secteurs, y compris les voies routières, la gestion des déchets et les services aux collectivités, sont promis à des performances soutenues.

L'électricité issue de sources conventionnelles recueille les meilleures perspectives de croissance. Elle bénéficie, en effet, de la forte demande d'électricité liée à l'IA. Même les services de distribution d'eau, qui ne suscitent pas un niveau de confiance positif, s'en tirent à relativement bon compte.

Certes, il s'agit d'estimations de bénéfices, qui ne reflètent pas forcément les fondamentaux généraux des marchés privés des infrastructures. Mais il est tout de même difficile de nier l'écart entre le sentiment à l'égard du secteur des infrastructures et ses fondamentaux.

Pour investir de façon avisée dans les tendances de fond, la règle d'or est de s'écarter de l'enthousiasme général et du prêt-à-penser. Agir à contre-courant ne signifie pas exclure, mais plutôt, examiner les hypothèses sous-jacentes avec plus d'attention. Nous énumérons ci-après les meilleures pratiques à adopter pour investir dans les tendances à long terme:

Le mirage des multiples de marché

Comparaison n'est pas raison. La méthode des comparables donne des points de référence utiles, mais dans un marché agité, ceux qui se laissent conduire se perdent. Valoriser un investissement doit être une démarche sensée qui repose sur des prévisions fondamentales raisonnables (voir ci-après). La même approche doit s'appliquer aux hypothèses de valorisation de sortie.

⁶ Pathways to progress: Unveiling the attractiveness of infrastructure investing, UBS Asset Management, juillet 2023, [lien](#).

Ne pas faire confiance les yeux fermés

Examinez toujours avec circonspection les prévisions prometteuses des équipes de gestion et des conseillers. Les activités lucratives attirent généralement davantage la concurrence et l'attention politique. Les plans d'activité sans évolution réelle à long terme doivent déclencher immédiatement des signaux d'alerte. Il faut vérifier toutes les hypothèses et s'assurer que l'activité est dotée de suffisamment de garde-fous pour faire face au pire scénario qui soit.

Ne pas se surestimer

Les gestionnaires doivent être honnêtes sur leurs avantages concurrentiels, en particulier lorsqu'ils investissent dans une activité très recherchée. L'expertise sectorielle, les relations nouées dans le secteur ou les synergies existantes avec des sociétés déjà en portefeuille sont autant d'éléments qui confèrent un avantage concurrentiel. L'alpha généré est le surcroît de valeur que vous êtes capable d'extraire d'un actif par rapport à un concurrent compétent. Faute de stratégie différenciée, l'échec est assuré.

Se méfier des associés des beaux jours

Si un investisseur n'a ni l'expertise ni la voilure suffisante pour entrer seul au capital d'une entreprise, trouver les bons associés peut être une solution. Attention toutefois aux intérêts de chacun, qui peuvent s'avérer contraires. Même si le prix de départ peut sembler raisonnable, un investissement peut se révéler coûteux si la structure de gouvernance est mauvaise ou si le montage privilégie des associés. Les divergences d'intérêts tendent à apparaître lorsque l'entreprise commence à éprouver des difficultés.

Les centres de données ou les énergies renouvelables vous intéressent toujours?

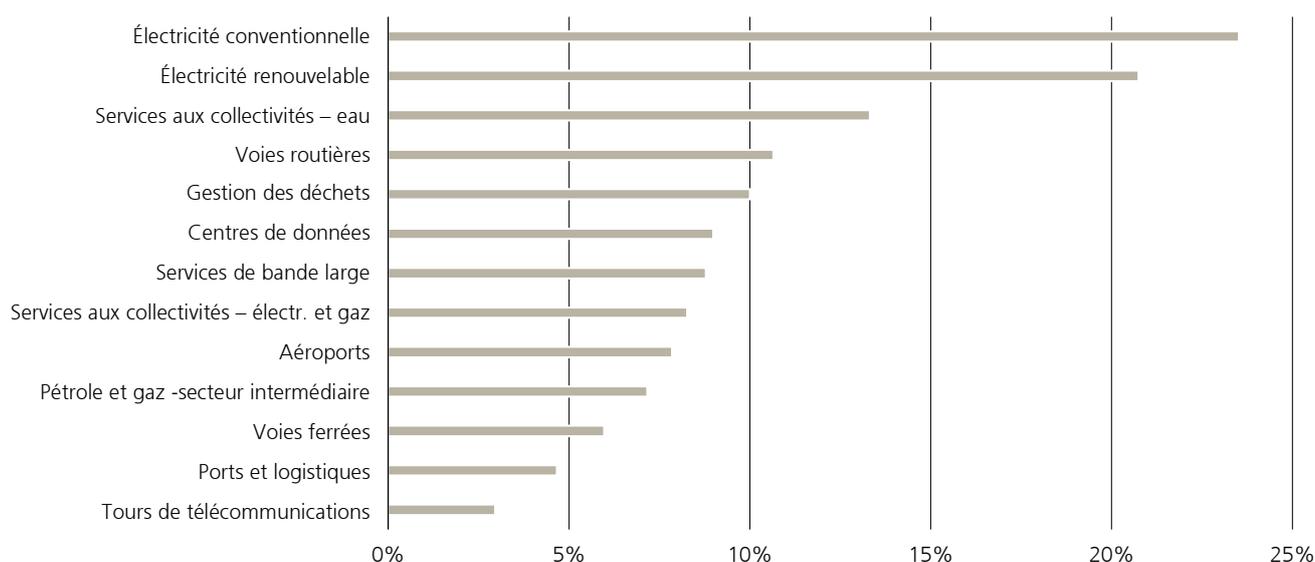
Nous restons convaincus que les thèmes d'investissement à long terme sont porteurs. Il convient toutefois de faire preuve de prudence dans les secteurs les plus en vue. Après les quelques conseils d'ordre général donnés ci-dessus, nous vous proposons quelques points de réflexion supplémentaires sur certains domaines d'activité ciblés.

Au niveau des centres de données, les grandes plateformes hyperscale des marchés de niveau 1 continueront d'être les grands bénéficiaires de l'IA. Il est cependant fort probable que de tels investissements coûteront désormais très cher. Il est possible d'identifier des centres de données plus petits, ayant plus de potentiel, mais attention dans ce cas à la dynamique du marché local, à l'approvisionnement en énergie et à la qualité de la clientèle.

Au niveau des énergies renouvelables, les grands parcs éoliens et solaires qui ont fait leurs preuves en termes d'économies d'échelle constituent une possibilité de placement attrayante, mais ont toutes les chances d'afficher des valorisations élevées étant donné leurs rendements. Les parcs moins importants peuvent aussi offrir des opportunités. Au-delà des énergies renouvelables⁷, les investisseurs peuvent se tourner vers d'autres activités liées à la décarbonation. Le stockage de l'énergie, les solutions de recharge de parcs de véhicules, les carburants propres, l'efficacité énergétique, le biométhane en sont quelques exemples.

⁷ Future green investments: Emerging energy transition infrastructure beyond renewables, UBS Asset Management, octobre 2023, [lien](#).

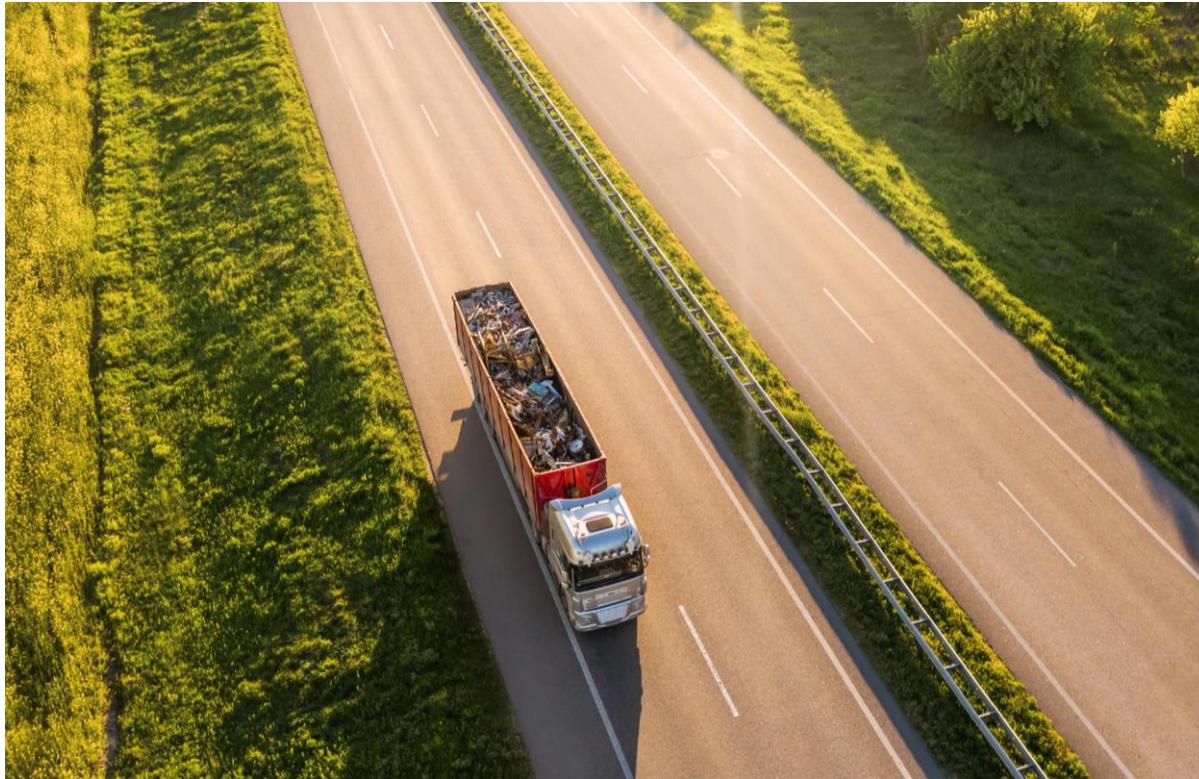
Figure 7: TCAC de l'EBITDA des infrastructures cotées, 2023-2026e, par secteur



Source : Bloomberg, octobre 2024

Sortir des sentiers battus

Déceler des opportunités dans des secteurs délaissés



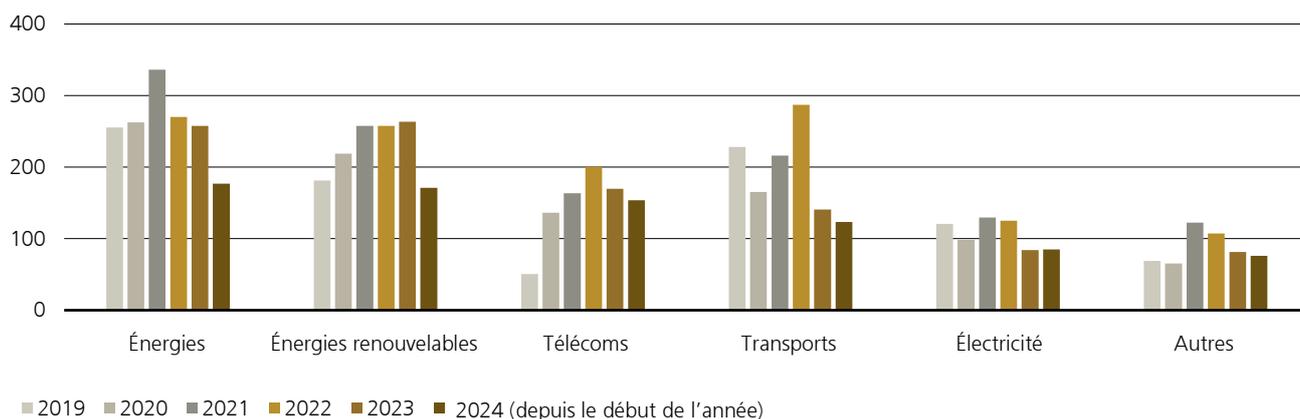
Dans la section précédente, nous avons formulé quelques conseils d'investissement dans les secteurs les plus recherchés. Nous allons maintenant vous proposer l'inverse en sortant des sentiers battus. De nombreuses activités liées aux infrastructures semblent actuellement sous-estimées et mises à l'écart. Par exemple, les transactions sont moins nombreuses dans les transports et l'électricité conventionnelle (voir figure 8).

Il faut garder à l'esprit que le secteur des infrastructures a toujours été une tendance structurelle, c'est-à-dire de long terme, bien avant que l'IA et les engagements envers le 'net-zéro' ne deviennent d'actualité.

En 2017, McKinsey⁸ identifiait déjà, pour la période 2017–2033, un déficit d’investissement mondial de 5500 milliards de dollars dans des secteurs tels que l’électricité, les transports, l’eau, les télécommunications et les infrastructures à vocation sociale. Le monde ne peut pourtant pas se passer d’infrastructures, y compris dans des secteurs aujourd’hui négligés.

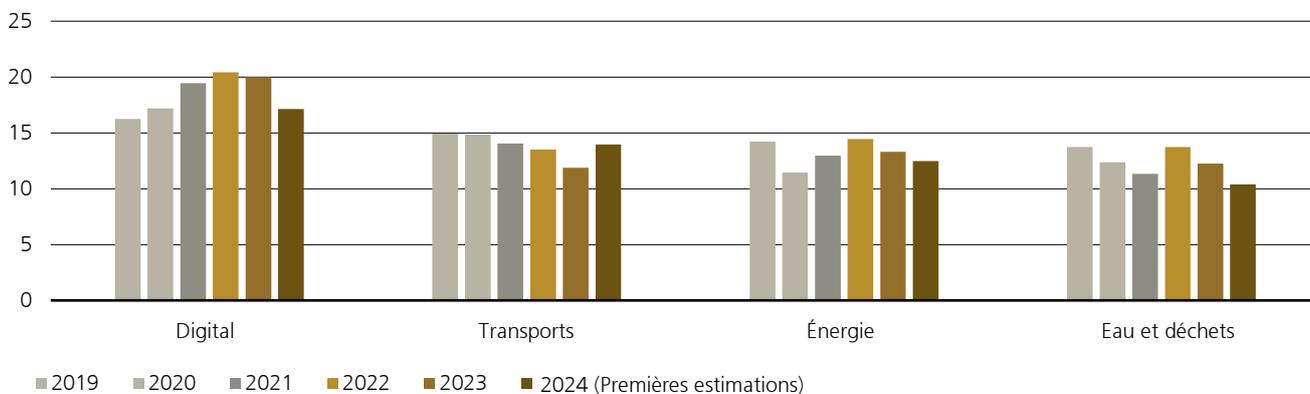
Investir dans ces secteurs présente l’avantage d’être actuellement relativement peu coûteux, surtout en comparaison avec un secteur à forte croissance comme le secteur digital (voir figure 9). Ces secteurs offrent, par conséquent, davantage d’opportunités de type *value*. Mais attention, une faible valorisation n’est pas synonyme de bon investissement.

Figure 8: Transactions mondiales dans le secteur des infrastructures, par secteur (en mrd d’USD)



Source : Inframation, octobre 2024.

Figure 9: Multiples des transactions privées dans le secteur des infrastructures (VE/EBITDA)



Source : base de données propriétaire d’UBS Asset Management (données basées sur plus de 1500 transactions); Mergermarket; Inframation; Bloomberg, octobre 2024.

Certains aspects bien particuliers doivent être pris en considération avant de cibler ces types d’investissement:

Les infrastructures traditionnelles sont, elles aussi, exposées aux tendances de long terme!

Les infrastructures traditionnelles sont, en effet, exposées aux tendances structurelles recherchées par les investisseurs. Or, cette caractéristique est souvent négligée.

Par exemple, les services aux collectivités sont exposés aux thèmes de la décarbonation et de la digitalisation. La construction d’installations d’énergies renouvelables et de centres de données soutient la demande d’électricité. Or, le transport de l’électricité est un point crucial de la décarbonation de nos réseaux énergétiques.

La gestion des déchets jouera également un rôle central dans la décarbonation. En effet, l’augmentation de la consommation de matériaux recyclés (métaux, matières plastiques, minéraux, etc.) permettra de réduire la consommation d’énergie et de freiner l’extraction de matières premières, abaissant ainsi les émissions de carbone.

Les lignes et le transport ferroviaires liés à la démondialisation et à la relocalisation; les navires et zones portuaires spécialisés dans la construction de parcs éoliens en mer; les infrastructures d’alimentation en électricité nécessaires à la construction de centres de données; ainsi que les modes de transport traditionnels sont autant d’opportunités intéressantes dans les infrastructures.

Terrain occupé – monopoles locaux

Dans la plupart des cas, les investissements dans les infrastructures présentent des caractéristiques monopolistiques. Or, les petits monopoles concentrent parfois les plus hautes barrières à l'entrée. Cependant, les entreprises situées sur des marchés relativement peu séduisants (zones rurales à faible croissance économique) peuvent constituer des cibles intéressantes.

Ces opportunités attirent rarement les gros investisseurs, qui y voient des actifs d'un cran inférieur, recelant peu de potentiel de hausse et situés dans des zones où les indicateurs économiques ne tutoient généralement pas des sommets. Pourtant, de telles cibles peuvent détenir un monopole naturel non réglementé, être dotées d'avantages économiques et dominer une niche du tissu économique local. Elles sont, de plus, de bonnes candidates aux stratégies de consolidation.

Bruce Greenwald, investisseur *value* bien connu, les appelle les 'monopoles des petites villes'. Leur attrait n'est pas dû à de fortes marges ou à des rendements du capital élevés, mais à la pérennité de leurs monopoles. Si un concurrent se présentait, 'aucun des deux n'aurait assez de clients pour être rentable... La meilleure chose à faire pour le concurrent potentiel serait donc de renoncer. Et le monopole resterait intact.'⁹

Le chevalier blanc (et fortuné)

Depuis deux ans, la volatilité macro-économique entraîne davantage d'opportunités d'investissements axés sur les situations spéciales. Dans certaines activités du secteur des infrastructures, la hausse des coûts, qui a comprimé les marges d'exploitation, l'existence de goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement et l'augmentation des dépenses d'investissement ont freiné la croissance. Il faut ajouter à ces difficultés le choc des taux d'intérêt, qui a fait grimper le risque de refinancement.

Ces situations dites spéciales ne sont pas forcément non performantes. Beaucoup de ces entreprises sont saines, mais nécessitent des capitaux pour conserver une souplesse financière, financer leur plan de croissance ou faire le joint avec un financement à court terme.

Pour les investisseurs, ces situations sont l'occasion d'accéder à des revenus corrigés du risque attrayants dans des activités ou des secteurs négligés en raison de difficultés temporaires. Il est possible d'y investir sous la forme de capitaux propres ordinaires, d'actions privilégiées ou de titres hybrides combinant des caractéristiques à la fois de produits de capitaux et de dette offrant une bonne protection contre le risque.

Ce type d'opération existe aussi dans des secteurs très recherchés, tels que les plateformes de croissance sous-capitalisées ou en difficulté. Les investisseurs peuvent ainsi s'exposer à des tendances de long terme attractives sans payer la prime qui les accompagne.

Inutile de chercher à battre l'inflation

Les risques liés à l'inflation concentrent toute l'attention de notre industrie, et les produits d'investissement pour les atténuer sont désormais très prisés. En réalité, tout le monde est à la recherche d'actifs assortis de mécanismes explicites d'indexation sur l'inflation à 100% (tels que des contrats de protection des revenus ou de concession). Par conséquent, les prix de ces actifs grimpent.

Dans le secteur des infrastructures, la quête d'une telle protection est pourtant inutile. Les infrastructures sont des actifs physiques qui intègrent déjà un mécanisme indirect d'ajustement à l'inflation. À titre d'exemple, lorsque l'inflation est élevée, les travaux de construction des actifs coûtent plus cher. Leur valeur intrinsèque s'accroît donc, même si les revenus qu'ils génèrent ne sont pas directement indexés sur l'inflation. Leur coût de remplacement élevé peut également dissuader les concurrents.

Enfin, il ne faut pas perdre de vue que dans une économie de libre marché, les industries s'adaptent. Aujourd'hui, le risque d'inflation est généralement négocié dans tous les contrats commerciaux. Les modèles d'affaires évolueront donc de manière à l'intégrer. Par conséquent, rien ne justifie de payer plus cher des actifs qui intègrent déjà un mécanisme d'indexation que d'autres actifs, dans d'autres secteurs, finiront probablement par intégrer également.

Éviter les opportunités de gains qui ne le sont qu'en apparence (*value traps*)

Un placement est parfois bon marché, parce qu'il ne mérite pas mieux. Investir à contre-courant par pure idéologie n'est pas la solution. Les investisseurs doivent soigneusement étudier le pour et le contre de tout investissement.

Par exemple, dans le secteur des infrastructures, investir dans des actifs confrontés à une perte de valeur (actifs irrécupérables) est un piège et n'offre aucune opportunité de rendement. De tels actifs subissent une dépréciation du fait de leur obsolescence (due à des changements technologiques, de marché ou politiques). Ainsi, fondant peu à peu comme neige au soleil, leur valeur de revente sera finalement nulle.

À moins d'une acquisition à bon prix avec l'assurance de flux de fonds à court terme extrêmement élevés, les investisseurs devraient passer leur chemin. Et avant tout, oubliez la thèse du 'retour à la moyenne' des sociétés manifestement prises dans la spirale du déclin.

⁸ Bridging Infrastructure Gaps, McKinsey, octobre 2017.

⁹ Competition demystified: a radically simplified approach to business strategy, Bruce Greenwald, 2005.



Énergie, les urnes ont parlé

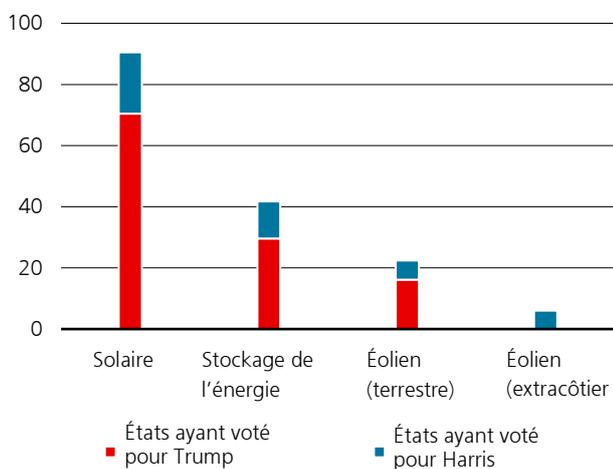
Surfer sur la vague (rouge) ou
nager à contre-courant?

Le parti républicain a remporté la présidence et le Congrès des États-Unis aux élections de 2024, mettant le secteur des énergies propres dans l'embarras. En effet, pendant sa campagne, Donald Trump a indiqué à de multiples reprises vouloir abroger l'Inflation Reduction Act (IRA). Outre son opinion défavorable à l'égard des énergies renouvelables, ce retour en arrière lui donnerait aussi plus de moyens pour financer son projet de reconduction des baisses d'impôt instaurées en 2017.

Dans nos perspectives de l’an dernier, nous évoquions le retour de manivelle contre les énergies renouvelables. Les analystes des secteurs de l’énergie et des infrastructures étaient nombreux, et nous en faisons partie, à affirmer que la croissance des énergies propres profitait surtout aux États favorables au parti républicain (les ‘États rouges’). Naturellement, ce constat induit le soutien bipartite à l’égard d’une loi comme l’IRA.

Par exemple, 70% des projets d’énergies renouvelables en cours sont mis en œuvre dans des États qui ont voté pour Donald Trump en 2024 (voir figure 10). Le secteur de l’éolien extracôtier, surtout développé dans les États démocrates, fait figure d’exception.

Figure 10: Projets de développement d’énergies renouvelables aux États-Unis, par affinité politique (en GW)



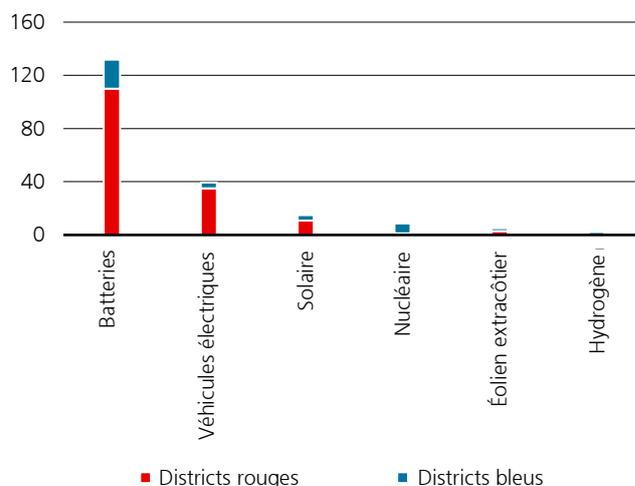
Source : AIE, octobre 2024.

L’IRA est autant une politique industrielle qu’une politique énergétique. Conjointement avec la CHIPS Act, qui porte notamment sur les semi-conducteurs, l’IRA favorise la construction d’installations d’énergies propres et la fabrication de semi-conducteurs sur le territoire américain. Selon une étude de Bloomberg, la plupart d’entre elles sont construites dans des districts républicains (voir figure 11).

Le dernier sondage de Pew Research indique que plus de 70% des Américains d’âge adulte sont favorables au développement des énergies solaire et éolienne. La figure 12 montre la divergence d’opinions entre les partis, qui s’est beaucoup accentuée en 2024. Seule une petite majorité de républicains soutient encore le développement des énergies renouvelables mais, noyés dans la ‘vague rouge’, ils sont de moins en moins nombreux.

Les beaux graphiques de cabinets de recherche new yorkais sur les avantages que tirent pourtant les États républicains des mesures de l’IRA n’y feront rien. Le parti ne changera pas sa ligne politique. Dans ce cas, puisqu’on parle d’aller à contre-courant.

Figure 11: Investissements dans la construction d’installations des districts représentés à la Chambre des représentants (en mrd d’USD)



Source : Bloomberg, avril 2024.

Mais comme disait Ronald Reagan, en politique, «expliquer, c’est perdre».

Tout le monde s’accorde à dire que les mesures prises en vertu de l’IRA profitent aux États rouges. Et pourtant, les données montrent une baisse du soutien des républicains. Peut-être aussi que tout le monde sous-estime le risque d’abrogation de l’IRA.

Heureusement pour les investisseurs dans le secteur de l’énergie, l’évolution des énergies propres n’a jamais été linéaire. Quant aux volte-face politiques, elles n’ont rien de nouveau. Au cours des dernières décennies, le secteur a souvent été confronté à des conditions défavorables: fin des subventions, guerres commerciales, goulets d’étranglement dans les chaînes d’approvisionnement, etc. Pourtant, il a toujours su faire preuve de résilience et réussi à s’adapter.

Un facteur penche directement en sa faveur: même non subventionnée, l’énergie renouvelable reste la source d’électricité la moins coûteuse dans la plupart des régions (voir figure 13). Quoique décide le Congrès des États-Unis, les opportunités de placement sont bel et bien réelles. Certes, un certain nombre d’éléments peuvent être discutés et ont une part d’inconnues. Nous les exposons ci-dessous:

Nous misons sur une abrogation partielle de l’IRA

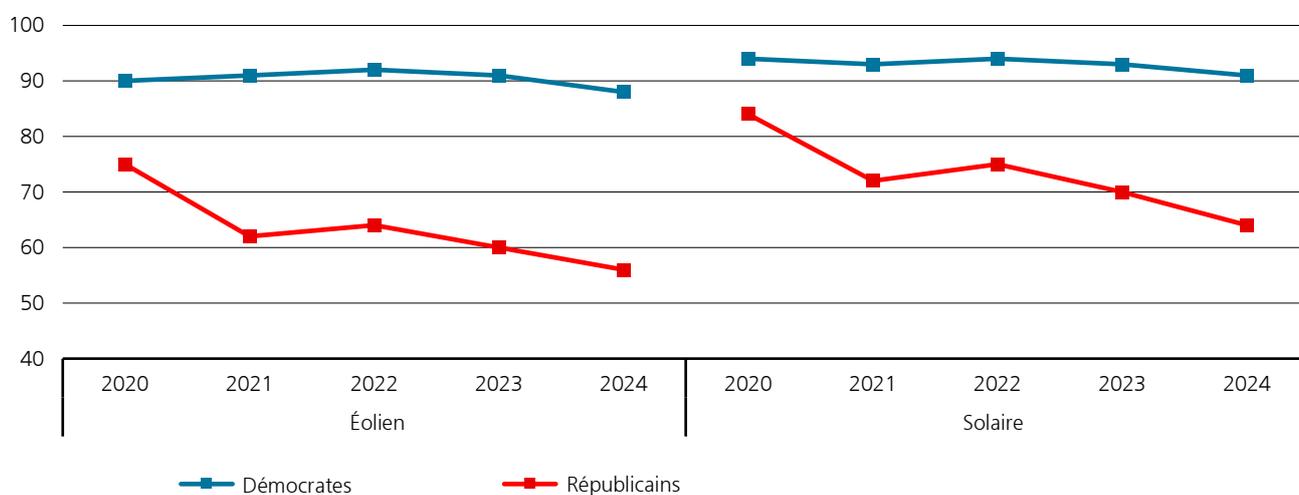
Les marchés sous-estiment peut-être l’ampleur des amendements de l’IRA, mais une abrogation totale nous semble improbable. Face à un parti républicain qui dispose d’une très faible majorité à la Chambre des représentants, les législateurs modérés jouiront d’un immense pouvoir de négociation, comme ce fut le cas du sénateur Joe Manchin durant les premières négociations sur l’IRA. En 2024, 18 républicains de la Chambre des représentants avaient co-signé une lettre d’opposition à l’abrogation de l’IRA. La chambre basse compte donc quelques voix bipartites.

En cas d'abrogation partielle de la loi, les crédits d'impôts pour les énergies renouvelables ainsi que ceux pour la fabrication sur le territoire national ne devraient pas être modifiés dans les grandes lignes. Certaines conditions pourraient cependant légèrement changer. Par exemple, le montant des subventions pourrait diminuer, en particulier au niveau des crédits d'impôts supplémentaires. Le rythme de suppression des crédits d'impôts pourrait être accéléré, donnant le temps aux partisans de Donald Trump dans les États rouges de mener à bien leurs projets liés aux énergies renouvelables, tout en permettant au président d'arriver à ses fins.

Les subventions dédiées aux véhicules électriques ou aux technologies émergentes comme l'hydrogène et le captage de carbone sont également menacées. À ce sujet, il se dit que le secteur du pétrole et du gaz ferait du lobbying. Il est vrai qu'il a effectué d'importants investissements dans ces domaines.

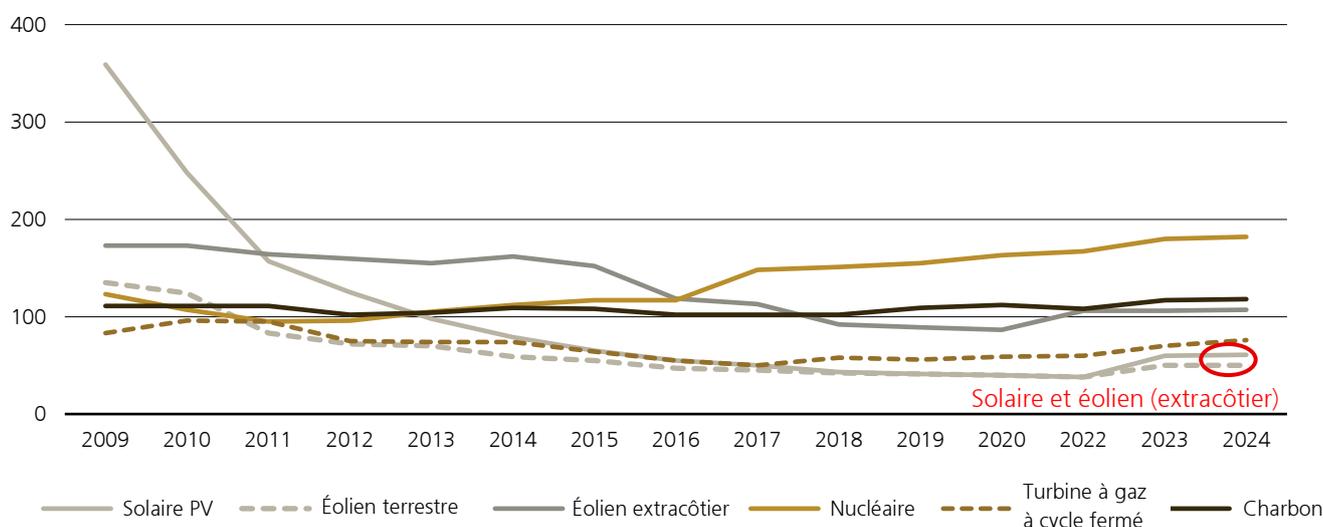
Cependant, il ne s'opposerait sans doute pas trop vigoureusement à des amendements législatifs, dans la mesure où ces nouvelles technologies représentent une part relativement faible de ses activités totales. Avec un cœur de métier reposant sur les combustibles fossiles, le secteur pétrolier et gazier devrait tirer son épingle du jeu avec Trump pour président.

Figure 12: Pourcentage d'Américains d'âge adulte favorables à l'expansion des énergies renouvelables



Source : How Americans View Energy Policies and Personal Choices, Pew Research, juin 2024.

Figure 13: Coût moyen de l'énergie, par technologie



Source : Levelized Cost of Energy, 17^e édition, Lazard, juin 2024.

Les nombreux autres leviers de l'administration Trump

Sans abroger l'IRA, totalement ou partiellement, l'administration Trump peut actionner d'autres leviers, par décret ou par le biais des agences fédérales, susceptibles d'avoir un impact sur le secteur de l'énergie. En voici quelques exemples:

Mesure	Impact
Redétermination des règles de qualification en vertu de l'IRA	– Les critères de qualification aux crédits d'impôts supplémentaires et les mécanismes de monétisation des crédits d'impôts en vertu de l'IRA (paiement direct, transférabilité) pourraient être remis en question par les agences fédérales, qui sont chargés de l'établissement des règles.
Fin des subventions et prêts fédéraux	– Le programme de subventions et de prêts du département américain de l'Énergie, qui permet de financer les nouvelles technologies d'énergie propre, sera probablement menacé.
Changement de règles pour les agences fédérales	– L'annulation de la doctrine Chevron par la Cour suprême des États-Unis en 2024 limite les pouvoirs que cette doctrine conférait aux agences fédérales pour interpréter les lois ambiguës. – L'administration Trump invoquera cette décision pour revenir sur des réglementations environnementales, telles que les règles de limitation des émissions établies par l'Environmental Protection Agency (agence de protection de l'environnement, EPA).
Approbations réglementaires biaisées	– Le gouvernement fédéral pourra donner des approbations réglementaires favorisant les combustibles fossiles, le secteur intermédiaire, le gaz naturel liquéfié (GNL), les canalisations de transport et l'énergie thermique au détriment des énergies renouvelables. – Le secteur éolien extracôtier sera sans doute le plus impacté, car les zones de concessions éoliennes se situent généralement dans les eaux territoriales fédérales, lesquelles sont administrées par une agence fédérale.
Forte hausse des droits de douane	– Donald Trump a évoqué une augmentation de 20% des droits de douane sur toutes les importations et de 60% sur les importations en provenance de Chine, des mesures qui bouleverseront l'exécution de certains projets à court terme.
Autres	– Le moratoire imposé par Joe Biden sur les exportations de GNL, déjà bloqué par un juge fédéral et faisant l'objet d'un appel, sera certainement annulé.

Facteurs d'atténuation pour les investisseurs

Tous ces changements de politique ne sont pas nouveaux pour l'industrie des énergies propres, qui, au fil des ans, a mis en place de solides garde-fous et des mesures de prévoyance pour pouvoir s'adapter au mieux. Des conséquences imprévues pourraient même agir en sa faveur:

Facteurs d'atténuation	Impact
Les gouvernements locaux peuvent ajuster leur propre politique	<ul style="list-style-type: none">– Lorsque le gouvernement fédéral a annulé son soutien aux énergies propres, les États ont généralement pris le relais pour boucler le financement.– Les subventions locales et les normes imposant une proportion d'énergies renouvelables [renewable portfolio standards (RPS)] ont toujours été des soutiens importants pour la croissance du secteur des énergies renouvelables.
Le soutien des entreprises à l'égard des énergies propres reste solide	<ul style="list-style-type: none">– Les grandes entreprises soutiennent fortement le secteur des énergies propres. Elles sont nombreuses, en effet, à s'être fixé des objectifs de zéro émission nette.– Les géants de la tech sont de gros clients sur le marché des contrats d'achats d'électricité. Ils concluent des contrats à long terme qui permettent d'assurer le financement des nouveaux projets d'énergies renouvelables.– L'IA accélère la demande d'électricité propre provenant des grandes sociétés technologiques.
Mesures de prévoyance du secteur des énergies propres	<ul style="list-style-type: none">– Les projets d'énergies propres peuvent bénéficier de la clause de 'safe harbor' de l'IRS pour sécuriser leurs crédits d'impôts sur tout nouveau projet pour une durée de quatre ans, même si l'IRA est abrogée entre-temps.– La chaîne d'approvisionnement a déjà quitté la Chine depuis les problèmes de goulets d'étranglement créés par la pandémie et l'entrée en vigueur des mesures incitant à la relocalisation prévues dans l'IRA. Elle est donc partiellement à l'abri des hausses de droits de douane.– Les promoteurs d'infrastructures d'énergies renouvelables peuvent déjà souscrire une assurance crédits d'impôts qui les protégera en cas d'amendement de l'IRA. C'est l'exemple parfait de l'ingéniosité du secteur.
Conséquences inattendues susceptibles de favoriser les énergies propres	<ul style="list-style-type: none">– Tout marché réagit aux changements. Les obstacles réglementaires rehaussent les barrières à l'entrée du secteur, tandis qu'une abrogation de l'IRA dissuaderait la concurrence future. Les projets existants prendront donc de la valeur.– Les droits de douane auront des répercussions sur l'intégralité du secteur. En l'occurrence, ce sont les clients qui subiront une hausse des coûts, car la demande d'énergie propre ne faiblira pas (les prix des contrats d'achats d'électricité augmenteront).– Si l'instauration de nouvelles politiques entraîne une augmentation de l'offre de pétrole et de gaz, la demande d'électricité augmentera. Par exemple, au Texas, les secteurs du pétrole, du gaz et du GNL sont de gros consommateurs d'électricité.– L'augmentation des exportations de GNL ferait grimper les prix domestiques du gaz et de l'électricité, améliorant les plans financiers des projets de production d'énergie (y compris renouvelable).– Une déréglementation pourrait accélérer le rythme de construction d'infrastructures de transport d'électricité, ce qui serait favorable aux énergies renouvelables, lesquelles pourraient se faire une place dans des réseaux de transport aujourd'hui encombrés.



Une fenêtre de tir

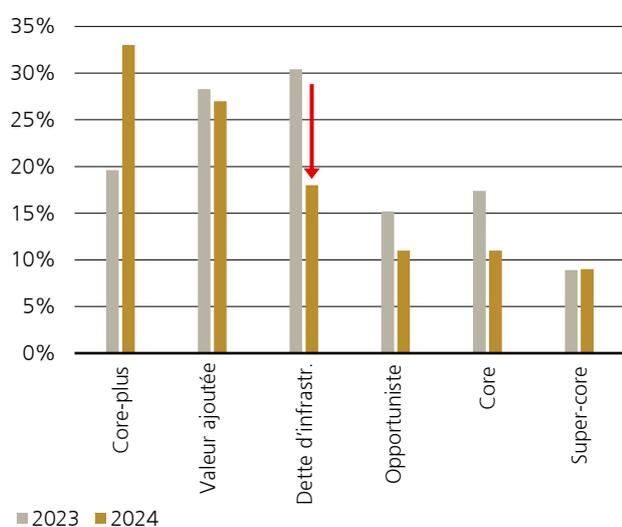
Positionnement idéal de la dette d'infrastructure en 2025

Au milieu de l'année, nous avons argumenté en faveur de la dette d'infrastructure, que nous disions être bien positionnée.¹⁰ Nous prévoyons alors que la stabilisation et la baisse graduelle des taux d'intérêt inciteraient les investisseurs à se détourner des liquidités et à investir sur les marchés privés, où ils pourraient profiter de taux encore suffisamment élevés et de fondamentaux de crédit en cours d'amélioration. Selon nous, la fenêtre de tir est encore meilleure en 2025 pour investir dans la dette d'infrastructure.

¹⁰ Infrastructure debt in a sweet spot for 2024, UBS Asset Management, juin 2024, [lien](#).

Malgré les conditions favorables, le sentiment est fluctuant à l'égard de cette classe d'actifs. Selon le sondage annuel d'Infrastructure Investor, en 2023, la dette constituait la stratégie d'investissement dans les infrastructures la plus recherchée par les LP (voir figure 16). Dans un environnement de taux élevés, les stratégies de dette semblent plus intéressantes sur le plan du rendement corrigé du risque, en particulier par rapport aux stratégies d'actions du secteur des infrastructures, où le risque est plus faible.

Figure 16: Stratégies d'investissement dans les infrastructures visées par les investisseurs dans les 12 mois (en % de personnes interrogées)



Source : sondage auprès des LP, Infrastructure investor, août 2024.

Pour les investisseurs, le calcul est simple. Pourquoi obtenir un rendement corrigé du risque de 6-7% avec une stratégie d'actions super-core, lorsque la dette offre des rendements corrigés du risque plus intéressants à des taux de base de 4-5%?

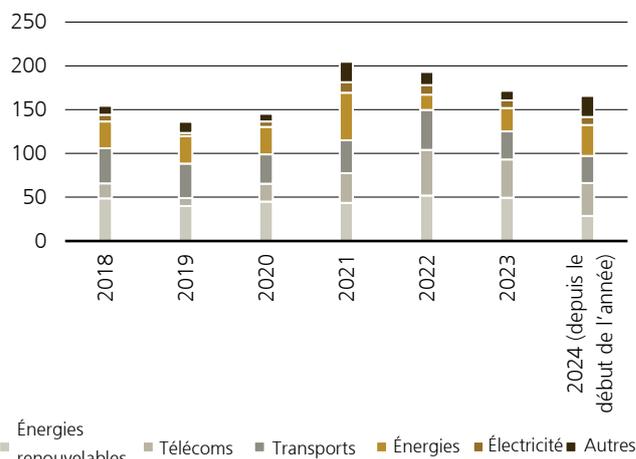
Le même sondage montre pourtant que la dette d'infrastructure a reculé à la 3^e place. Quoique la dette attire la plupart des investisseurs, ceux-ci craignent que la mollesse de l'activité de fusions-acquisitions (M&A) étouffe l'émergence d'opportunités d'opérations. Ils craignent également avoir raté le coche dans la mesure où les banques centrales ont déjà commencé à réduire leurs taux en 2024. Pour d'autres, le jeu n'en vaut pas la chandelle, car ils considèrent le différentiel de gain trop faible par rapport au niveau des taux de base, trop élevés.

Selon nous, ces craintes sont infondées. Comme indiqué plus haut, les taux à long terme baissent bien plus lentement que prévu, ce qui donne encore un peu de temps pour obtenir des taux élevés. Mais surtout, comme les taux baisseront de toute façon, mieux vaut tard que jamais. Il est encore temps d'agir.

Par ailleurs, les marchés de la dette d'infrastructure sont assez actifs, et les volumes d'opérations égaleront, voire

dépasseront, les niveaux de l'année dernière (voir figure 17). La vigueur relative des volumes d'opérations sur la dette par rapport aux opérations d'entrées dans le capital indique que le marché est favorable aux prêteurs et que les opportunités ne peuvent qu'augmenter en 2025.

Figure 17: Transactions européennes dans la dette d'infrastructure, par secteur (en mrd d'EUR)

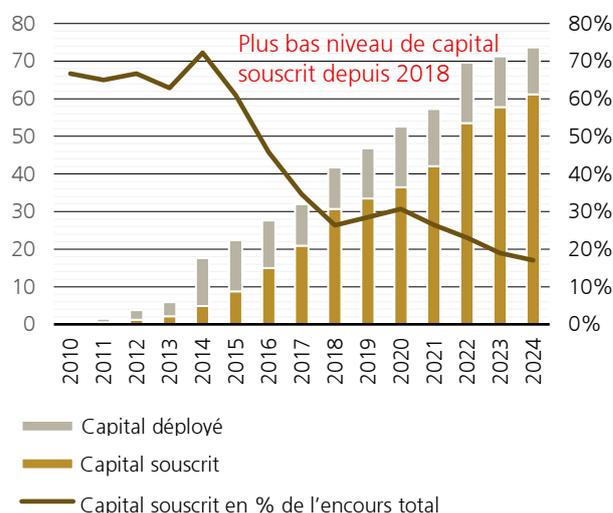


Source : Inframation, octobre 2024

Depuis le début de l'année, le niveau de capitaux engagés dans la dette d'infrastructure est relativement bas. Seulement trois milliards d'euros environ ont été consacrés aux stratégies de dette d'infrastructure en Europe jusqu'à présent.

Comme mentionné précédemment dans ce rapport, le capital souscrit dans la dette d'infrastructure est à son plus bas niveau en proportion de l'encours total (voir figure 18). À l'approche de 2025, les transactions de dette d'infrastructure sont donc peu recherchées.

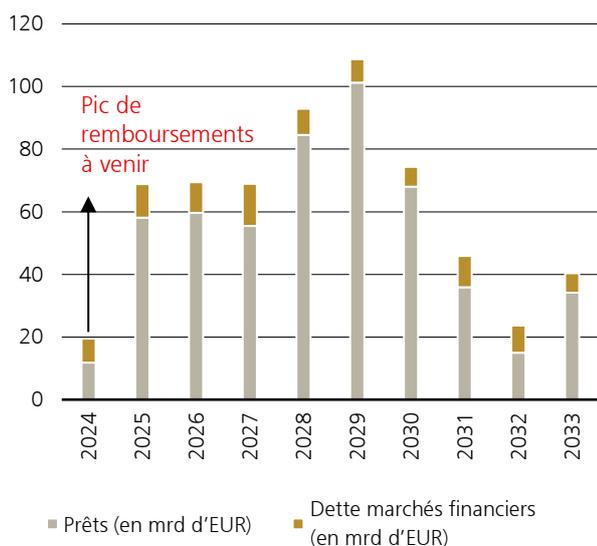
Figure 18: Encours et capital souscrit, dette d'infrastructure en Europe (en mrd d'EUR)



Source : Prequin, octobre 2024. **La performance passée ou escomptée ne préjuge pas de résultats futurs.**

De plus, les marchés de la dette d'infrastructure feront face à un pic de remboursements en 2025. Les données sur les échéances de dette des dix prochaines années indiquent une augmentation de 50 milliards d'euros des titres de dette qui viennent à échéance en 2025 par rapport à 2024. Face à un capital souscrit de 13 milliards d'euros, le déficit de refinancement de cette dette pourrait être considérable.

Figure 19: Échéances de la dette d'infrastructure en Europe (en mrd d'EUR)



Source : Inframation, octobre 2024.

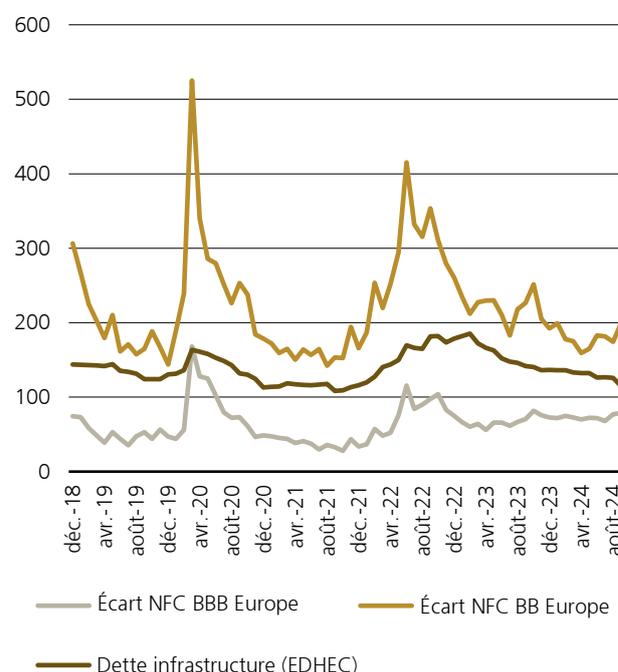
Autrement dit, les marchés de la dette sont sur le point de devenir encore plus séduisants. Sur fond d'opportunités nombreuses et de faible concurrence, les prêteurs devraient pouvoir obtenir des taux intéressants et négocier des conditions favorables. Le sentiment à l'égard de cette classe d'actifs devrait s'améliorer, selon nous, en 2025.

À qualité de crédit équivalent, les taux de défaut sont généralement plus faibles dans la dette d'infrastructure que dans les obligations d'entreprises.

Par exemple, dans le segment investment grade, S&P a indiqué un taux de défaut de 0% dans le secteur des infrastructures en 2023, en comparaison avec un taux de défaut de 0,06% pour les obligations d'entreprises mondiales. En 2023, dans le segment spéculatif, le taux de défaut a atteint 2,5% dans le secteur des infrastructures et 3,7% pour les obligations d'entreprises mondiales.

En 2024, les écarts de crédit de la dette d'infrastructure européenne se rapprochent davantage des obligations d'entreprises à haut rendement que des obligations d'entreprises investment grade (voir figure 20).

Figure 20 : Écarts de crédit des indices de titres européens cotés BBB et BB et de la dette d'infrastructure européenne (en pb, p.a.)



Sources: Bloomberg, indices de dette de l'EDHEC (Europe); UBS Asset Management, août 2024. **La performance passée ou escomptée ne préjuge pas de résultats futurs.**

Compte tenu de la légère remontée des écarts des obligations d'entreprises au deuxième semestre 2024, il n'est pas exclu que les écarts de la dette d'infrastructure en fassent autant en 2025. En effet, les tendances observées sur les marchés cotés s'observent généralement avec un décalage de 6 à 9 mois sur les marchés privés. Le cas échéant, l'année 2025 serait donc un bon moment pour entrer sur le marché privé de la dette d'infrastructure et obtenir des taux attractifs avant un nouvel assouplissement monétaire.

Pour résumer, les conditions macro-économiques qui soutiennent les marchés d'infrastructures dans leur globalité bénéficient aussi au marché de la dette d'infrastructure. La résilience de la croissance du PIB fait baisser la probabilité d'un atterrissage brutal de l'économie (et la hausse brutale des défauts qui serait à craindre dans un tel scénario). L'inflation supérieure à la moyenne soutient les fondamentaux du secteur des infrastructures et sa capacité à assurer le service de la dette. Le cycle de réduction des taux est plus lent que prévu et donne ainsi aux investisseurs plus de temps pour obtenir des taux de base relativement élevés avant qu'ils ne baissent.

Enfin, à l'approche du pic de remboursements attendu en 2025, le marché de la dette d'infrastructure est de plus en plus à l'avantage des prêteurs, qui ont tout intérêt à profiter de cette fenêtre de tir.



Faisons le point

Bilan de nos estimations de l'année dernière

«Les experts qui reconnaissent pleinement l'étendue de leur ignorance doivent s'attendre à se faire remplacer par des concurrents plus sûrs d'eux, plus à même de gagner la confiance de clients. Une appréciation non biaisée de l'incertitude est la pierre angulaire de la rationalité – mais ce n'est pas ce que veulent les gens et les entreprises.»

Daniel Kahneman, prix Nobel et auteur de *Système 1/Système 2: Les deux vitesses de la pensée*

Ce rapport de perspectives sur les infrastructures énonce des opinions prospectives sur le marché, or la réalité nous donne souvent tort. Dans le cadre de nos bonnes pratiques, nous jugeons important de revoir les estimations de notre précédent rapport de prévisions. Afin d'éprouver la théorie de Daniel Kahneman selon laquelle les marchés préfèrent les analystes confiants à ceux qui sont précis, nous faisons le bilan ci-après des points sur lesquels nous avons raison et de ceux sur lesquels nous avons tort il y a un an. En espérant ne pas mettre nos carrières en péril.



Nous avons vu juste

Nous misions sur un dynamisme soutenu des fondamentaux du secteur des infrastructures et sur une amélioration du sentiment.

Nous avons estimé que les valorisations se maintiendraient malgré des taux élevés et que les performances resteraient stables.

Nous avons souligné l'engouement et les opportunités dans les domaines de l'IA et des centres de données.

Nous avons raison de dire que le discours politique contre les énergies propres se renforcerait durant l'année des élections.



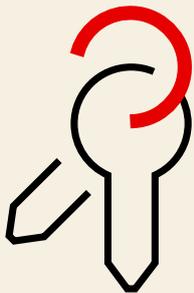
Nous nous sommes trompés

Nous pensions que les volumes d'opérations remonteraient sur fond de stabilité macro-économique, mais les conditions sont restées ternes la majeure partie de l'année.

Nous avons sous-estimé les avantages de l'IA pour la production d'énergie traditionnelle et les services aux collectivités, car nous étions plutôt focalisés sur l'opportunité qu'elle représentait pour les énergies renouvelables.

L'impact de la démondialisation s'est révélé plus lent que nous ne l'espérions l'an dernier; certains projets accusent des retards.

Nous avons sous-estimé la baisse réelle du soutien des républicains en faveur des énergies propres.



Concernant nos perspectives pour 2025, nous concluons sur les opinions suivantes:

Les planètes sont alignées en faveur du secteur des infrastructures. Les conditions macro-économiques s'améliorent, les valorisations se modèrent et l'impact de l'effet dénominateur est moins fort.

Les thèmes structurels continueront de soutenir favorablement cette classe d'actifs. Les investisseurs doivent toutefois établir soigneusement leur processus d'investissement et sortir des sentiers battus, surtout s'ils visent des activités très demandées.

Certaines stratégies et certains secteurs nous semblent délaissés, comme l'électricité, les services aux collectivités, les transports et les infrastructures, dont la dette devrait être plus intéressante en 2025 sur fond de stabilisation macro-économique.

Les marchés sous-estiment les mesures potentielles de l'administration Trump contre l'IRA. Dans tous les cas, le secteur des énergies propres continuera, comme il l'a déjà prouvé, à s'adapter au changement, d'autant que la demande d'électricité restera forte.

En 2025, la dette d'infrastructure est idéalement positionnée pour tirer parti de taux de base élevés appelés à durer et d'opportunités d'opérations intéressantes.

Pour davantage d'informations, veuillez contacter:

UBS Asset Management

Research & Strategy – Infrastructure

Alex Leung

+1-212-234 821 6315

alex-za.leung@ubs.com



Suivez-nous sur UBS Asset Management

Pour consulter notre plateforme de recherche,
scannez-moi!



www.ubs.com/infrastructure

La présente publication ne peut en aucun cas être considérée comme une incitation à l'achat ou à la vente de titres ou autres instruments financiers d'UBS Asset Management Switzerland AG ou de ses filiales en Suisse, aux Etats-Unis ou dans toute autre juridiction. UBS interdit strictement la redistribution ou la reproduction, totale ou partielle, du présent document sans son autorisation écrite préalable, et UBS ne saurait être tenue responsable de quelque manière que ce soit des actions de tiers basées sur le présent document. Les informations et les opinions contenues dans le présent document ont été compilées ou formulées sur la base d'informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables et de bonne foi. Cependant, aucune responsabilité n'est acceptée en cas d'erreur ou d'omission. Toutes ces informations et opinions sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Veuillez noter que la performance passée ne préjuge pas de la performance future. Pour les investissements dans l'immobilier/les infrastructures/le private equity (qu'il s'agisse d'investissements directs ou par le biais de fonds à capital variable ou fixe), les actifs sous-jacents sont illiquides. L'évaluation dépend donc du jugement de l'évaluateur. La valeur des investissements ainsi que les revenus qui en découlent peuvent tout aussi bien évoluer à la hausse qu'à la baisse et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le capital initialement investi. Aucune opinion quant au marché ou aux investissements exprimée ici ne doit être considérée comme une recherche/analyse d'investissement. **Le présent document n'a pas été préparé conformément aux exigences d'une quelconque juridiction visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière, et il n'est soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion d'analyses financières.** Les informations contenues dans le présent document ne constituent pas une distribution, et elles ne peuvent en aucun cas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque titre ou fonds. Certains commentaires figurant dans ce document sont considérés comme des déclarations prospectives. Les résultats effectifs peuvent être très différents. Les opinions exprimées ici reflètent le jugement d'UBS Asset Management au moment de la rédaction du présent document, et il n'existe aucune obligation de mettre à jour ou de modifier les déclarations prospectives suite à de nouvelles informations, à des événements futurs ou à toute autre circonstance. De plus, ces opinions ne visent ni à prédire ou à garantir la performance future d'un titre individuel, d'une classe d'actifs donnée ou des marchés en général, ni à prédire la performance future d'un quelconque compte, portefeuille ou fonds d'UBS Asset Management. Source pour l'ensemble des données/graphiques (sauf indication contraire): UBS Asset Management. Les opinions exprimées ici représentent les opinions générales d'UBS Asset Management, en décembre 2024. Sauf indication contraire, toutes les informations datent de décembre 2024. Publié en décembre 2024. **Autorisé à des fins d'utilisation internationale.**

© UBS 2024. Le symbole des trois clés et le logo UBS font partie des marques déposées et non déposées d'UBS. Les autres marques citées ici peuvent être des marques déposées de leurs propriétaires respectifs. Tous droits réservés.

