



Tilleuls sur une colline morainique près de l'Oelegg Neuheim, canton de Zoug (photo : Andreas Busslinger)

Une fin d'année 2023 réjouissante

Il y a trois mois, nous écrivions dans le rapport mensuel que le dernier trimestre de l'année était souvent accompagné par des rendements positifs. Cela s'est réalisé d'une manière impressionnante. Nous sommes restés investis, raison pour laquelle nos portefeuilles ont pu largement profiter de la récente reprise. Sur l'ensemble de l'année civile, la performance produit une excellente impression.

La reprise sur les marchés des capitaux s'est manifestée dans toutes les classes d'actifs. La baisse des taux d'inflation dans le monde entier a été bénéfique non seulement pour les actions, mais également pour les valeurs immobilières et les infrastructures. Sur le plan des obligations que nous gérons avec une couverture de change, la reprise a également été impressionnante. Cela s'est avéré judicieux en 2023, d'autant plus que le franc était la monnaie la plus forte du G10 et qu'il s'est apprécié de 10.2 % par rapport à l'indice Bloomberg Dollar Spot.

En francs, le marché des actions américain (S&P 500 : +13.1 %) a

progressé aussi fortement que l'Euro Stoxx 50 (+12.1 %). Le Sensex 30 indien (+7.4 %) figurait parmi les rares gagnants des pays émergents d'Asie, alors que les indices chinois (Hang Seng -21.7 %), thaïlandais (-21.5 %), malaisien (-15.1 %) et philippin (-10.2 %) ont tous subi des baisses importantes.

Quant au Swiss Market Index (+3.8 %), il a connu une évolution positive, même s'il est toutefois resté nettement en deçà de l'indice mondial des actions (MSCI All Country Index avec +9.3 % en francs). L'indice mondial des actions se compose d'environ 62 % d'actions américaines. Nous continuons à détenir la majorité de notre quote-part d'actions en entreprises suisses. Grâce à notre sélection, nous avons été en mesure de surperformer l'indice mondial des actions. Cela s'applique également aux obligations. L'indice obligataire mondial, garanti en francs, se situe à +2.5 % à la fin 2023. Nos solutions obligataires ont obtenu un rendement annuel allant jusqu'à +6.1 % (Zugerberg Income Fund).

Un dernier trimestre à nouveau positif

Sur les marchés des capitaux, il est frappant de constater que le dernier trimestre d'une année civile se termine plus souvent que la moyenne par un rendement positif. Cela a été à nouveau le cas en 2023. Le mois de décembre s'est également avéré particulièrement positif pour les stratégies ayant une part d'obligations élevée.

Dans la classe de risque défensive 1 (par ex. Revo1 avec un rendement de +6.5 % pour l'ensemble de l'année), une reprise s'est amorcée après la mauvaise année précédente. Nous nous attendons à ce qu'elle se poursuive au cours des deux prochaines années, notamment grâce aux rendements attendus des obligations. Dans la classe de risque 3 «équilibrée» (par exemple Revo3 avec +9.9 %), le rendement global s'est maintenu à un bon niveau. Les actions ont contribué à la majeure partie du rendement.

Les classes de risque dynamiques 4 et 5 (p. ex. Revo4 avec +11.0 % et

Revo5 avec +12.4 %) ont affiché un rendement exceptionnel. Le rendement le plus élevé pour l'ensemble de l'année 2023 a été réalisé par la solution de dividende exclusivement axée sur des actions prometteuses avec un rendement en dividendes appréciable (p. ex. RevoDividendes +15.4 %).

Au sein des solutions de libre passage, les rendements n'ont pas été à la hauteur de ceux des stratégies Revo. Dans ces fondations de libre passage, il existe comme dans les caisses de pension suisses des placements non cotés qui sont évalués à la valeur nette d'inventaire. Pour les placements immobiliers et d'infrastructure, seuls les revenus influencent le résultat. D'une manière globale, cela entraîne des fluctuations moins importantes de ces stratégies : pendant les bonnes années, elles sont plus basses, et pendant les mauvaises années, plus élevées que les solutions axées exclusivement sur les titres cotés.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Décembre 2023	2023
Zugerberg Finanz R1	+2.1%	+6.1%
Zugerberg Finanz R2	+2.3%	+8.4%
Zugerberg Finanz R3	+2.3%	+9.6%
Zugerberg Finanz R4	+2.2%	+11.2%
Zugerberg Finanz R5	+1.7%	+9.0%
Zugerberg Finanz RDividendes	+2.0%	+14.4%
Zugerberg Finanz Revo1	+1.7%	+6.5%
Zugerberg Finanz Revo2	+1.6%	+8.7%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.6%	+9.9%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.6%	+11.0%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.7%	+12.4%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+1.7%	+15.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+2.8%	-3.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+3.4%	-7.0%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+4.0%	-10.0%

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Décembre 2023	2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+1.9%	+4.0%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+1.5%	+4.8%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+1.5%	+6.1%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+1.9%	+6.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+1.3%	+6.9%

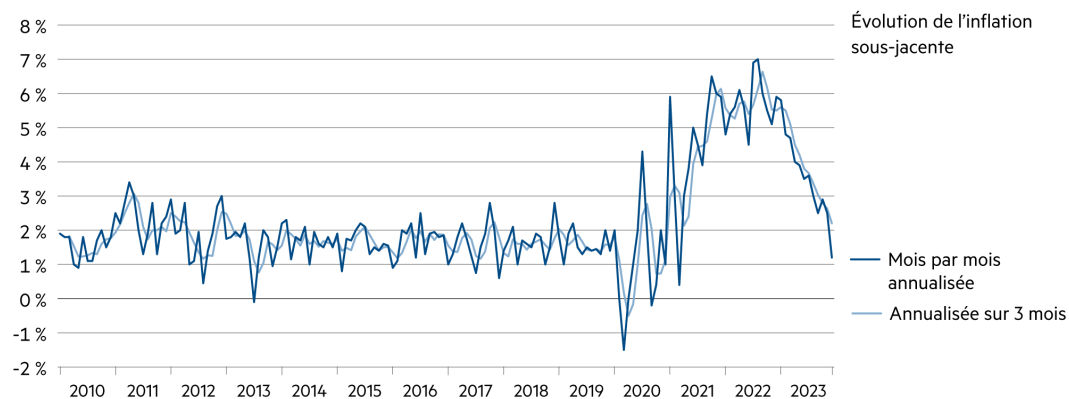
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Décembre 2023	2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.7%	+6.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.6%	+8.7%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.6%	+9.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.6%	+11.0%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.7%	+12.4%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+1.7%	+15.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+2.8%	-3.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+3.4%	-7.0%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+4.0%	-10.0%

* L'évolution des valeurs indiquée s'entend nette, après déduction des frais courants, sans tenir compte des frais d'acquisition.

Macroéconomie

L'inflation sous-jacente est de retour dans la zone cible



Évolution de l'inflation sous-jacente annualisée dans les principales économies (Source : Goldman Sachs Global Investment Research | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'évolution impressionnante de l'inflation sous-jacente annualisée montre clairement le caractère temporaire de l'inflation. L'inflation liée à l'élan post-pandémique et à différentes pénuries sur le plan de l'offre, qui a conduit à la politique monétaire la plus restrictive des 50 dernières années dans le monde entier, se situe à nouveau dans sa zone cible. Cependant, les taux directeurs des principales banques centrales sont à la traîne de cette évolution macroéconomique, raison pour laquelle il y a lieu de s'attendre à des baisses des taux directeurs dans le courant de l'année 2024.

La baisse de l'inflation mondiale se poursuit. Dans le grand groupe d'économies (pays du G10, sans le Japon et les pays émergents) ayant connu une hausse des prix importante et indésirable après la crise du coronavirus et le début de la guerre en Ukraine, l'inflation de base s'est élevée en moyenne à 2.2 % sur une base annuelle au cours des trois derniers mois, et à seulement 1.3 % en novembre. Par conséquent, nous tablons désormais sur des baisses de taux plus précoces et plus agressives de la part de plusieurs grandes banques centrales, comme la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE).

Le report des attentes sur le plan de la politique monétaire a été particulièrement abrupt aux États-Unis. Lors de la conférence de presse du Comité de politique monétaire de la Fed tenue le 13 décembre, son président Jerome Powell a expliqué que le comité entendait réduire les taux d'intérêt « bien avant » que l'inflation ne tombe à 2 % en comparaison annuelle. Étant donné que la Fed mène une politique visant à fixer l'objectif d'inflation « moyen » de 2 %, la fourchette de l'objectif se situe approximativement entre 1.5 % à 2.5 %. Lorsque nous interprétons le

seuil supérieur de l'objectif d'inflation d'environ 2.5 %, il faut s'attendre à une baisse prochaine des taux directeurs aux États-Unis, car nous considérons que l'inflation va continuer à baisser.

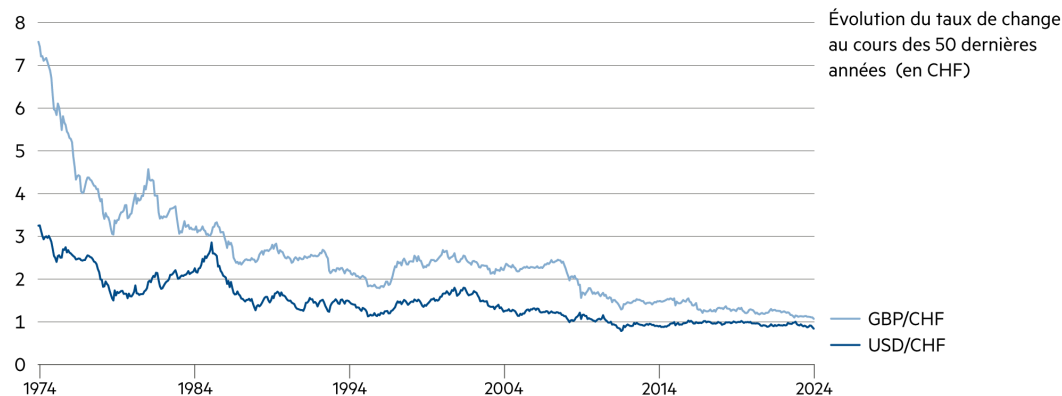
S'il est vrai que la déclaration de Powell ne se distingue pas fondamentalement des prévisions effectuées lors des précédentes réunions, elle a toutefois été émise dans le contexte des données sur les prix à la consommation et à la production publiées en novembre, qui indiquent toutes deux que l'inflation sous-jacente devrait atteindre le seuil de 2.5 % déjà en février 2024, avant de continuer à baisser jusqu'à 2 % environ au cours du printemps. Compte tenu de cette récente évolution, il est relativement aisé d'effectuer des prévisions précises à ce sujet. Comme le résultat de février sera largement prévisible sur la base des données des prix à la consommation et à la production publiées à la mi-mars, nous estimons que la première baisse des taux de 0.25 % devrait être décidée lors de la réunion qui aura lieu les 20 et 21 mars.

Si la Fed devait procéder à des baisses supplémentaires de 0.25 % lors de ses réunions de mai et de juin, les taux directeurs de 4.5 % à 4.75 % se situeraient encore 200 points de base au-dessus de l'estimation réalisée par la Fed elle-même d'un taux directeur neutre sur le long terme, pour autant que l'inflation de base oscille durablement autour de 2 %. Au vu de perspectives d'inflation si prometteuses, nous restons optimistes dans nos prévisions de taux pour les prochains trimestres, car ces baisses de taux sont encore loin d'avoir été intégrées dans les cours des obligations à durée élevée et dans les cours des actions, et devraient réjouir les marchés des capitaux au cours du prochain semestre.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗→	↗	Pour la Suisse, le KOF prévoit une augmentation du PIB corrigé des événements sportifs de +1.3 %, qui augmentera jusqu'à la fin de la période de prévision en 2025.
Zone euro, Europe	↗→	↗	Pour la première fois, le baromètre européen du marché du travail a progressé en décembre 2023 depuis sept mois (+0.2 à 99.2 points). Le creux de la vague semble avoir été dépassé.
Etats-Unis	↗→	↗	Il fallait avoir les nerfs solides pour profiter des fortes hausses des actions américaines. Les premières mesures de diminution des taux d'intérêt vont désormais suivre.
Reste du monde	↗	↗	L'affaiblissement du dollar contribue à une évolution désinflationniste dans le «reste du monde» et réserve sans doute une phase de croissance supérieure à la moyenne.

Liquidités, devises

Le franc, une devise forte



Évolution du taux de change au cours des 50 dernières années (Source : Bloomberg Finance LP | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'évolution du cours de change de l'investisseur en francs a été caractérisée par de constantes dévaluations. Le dollar s'est déprécié de 80 % au cours des 50 dernières années. Pour la livre britannique, ce chiffre a même atteint 90 %. Actuellement, se protéger contre la dépréciation du dollar coûte 3.8 % par an à l'investisseur en francs. Ces constantes dévaluations s'expliquent en grande partie par les différences d'inflation. Comme l'Allemagne et la zone euro ont connu un taux d'inflation plus faible que les États-Unis, la dépréciation de l'euro s'est avérée moins importante.

L'année dernière, le franc suisse a été la monnaie la plus forte du G10, et s'est appréciée de près de 12.6 % par rapport à l'indice Bloomberg Dollar Spot. Pourtant, loin d'être un cas isolé, l'année 2023 ne constitue en aucun cas une exception pour notre petite économie à la monnaie la plus forte au monde. Vu que dans d'autres pays règnent des déficits systématiques du budget étatique et des bilans de performance (qui vont sûrement de pair avec des taux d'inflation élevés), des monnaies comme le dollar américain, la livre britannique ou le renminbi chinois ont tendance à se déprécier par rapport au franc. Pour les investisseurs, ce sont des piliers hautement explosifs d'une stratégie de placement à long terme.

En Suisse, ce n'est pas seulement la politique qui est équilibrée, mais aussi la situation budgétaire. La politique monétaire et fiscale est axée sur la stabilité. Le frein à l'endettement, consacré par le système démoc-

ratique suisse, est efficace, alors qu'en Allemagne par exemple, il semble que même le gouvernement peine à le comprendre. Du point de vue économique, la Suisse enregistre régulièrement des excédents de sa balance commerciale. La stabilité des prix est si profondément ancrée qu'une déflation s'est produite à plusieurs reprises au cours de ces dernières années. Au cours de 7 des 14 dernières années – soit la moitié – une légère déflation a eu lieu : 2009 (-0.5 %), 2012 (-0.7 %), 2013 (-0.2 %), 2014 (-0.01 %), 2015 (-1.1 %), 2016 (-0.4 %) et 2020 (-0.7 %). Une inflation comme celle de 2023 (+1.4 % en décembre en comparaison avec l'année précédente) est considérée comme relativement élevée pour la situation suisse.






Au vu de cette inflation modérée, on comprend également pourquoi la Confédération se voit proposer des capitaux à long terme à des conditions avantageuses. La Suisse demeure un havre de stabilité et de solidité. C'est la raison pour laquelle les investisseurs en obligations de la Confédération à dix ans n'obtiennent que 0.6 % de rendement.

À l'étranger, des rendements bien plus élevés attirent les investisseurs vers des emprunts d'État comparables : 3.9 % aux États-Unis, 4.0 % en Australie, 3.7 % en Italie, 3.5 % en Grande-Bretagne, 3.0 % en Grèce et 1.9 % en Allemagne. Nous déconseillons toutefois d'investir de manière générale dans de telles obligations, car il ne reste plus grand chose après déduction des coûts de la couverture de change.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	→↓	↗→	Celui qui souhaite obtenir des revenus durables supérieurs au taux d'inflation en Suisse (+1.4 %), a intérêt à placer les liquidités excédentaires dans un portefeuille de titres.
Euro / Franc suisse	→	→	Avec 0.93, le taux de change dispose d'un potentiel de hausse réaliste pendant l'année en cours.
Dollar américain / Franc suisse	→↓	↓	Selon le mode de calcul, la parité de pouvoir d'achat est toujours inférieure d'environ 10 % à son niveau actuel de 0.84. Le dollar présente toujours un potentiel de baisse.
Euro / Dollar américain	↗	↗	L'euro a 25 ans. Contrairement aux idées reçues, le taux de change de l'euro, (1.11) se situe quasiment à son niveau de début janvier 1999.

Obligations

Importante baisse des rendements au 4e trimestre 2023

		Fin 2023	Fin septembre 2023	Différence
États-unis		3.8 %	4.6 %	-0.8 %
Allemagne		1.9 %	2.9 %	-1.0 %
Italie		3.5 %	4.9 %	-1.4 %
Grande-Bretagne		3.4 %	4.4 %	-1.0 %
Suisse		0.6 %	1.1 %	-0.5 %

Évolution des rendements des emprunts d'État à long terme au 4e trimestre 2023 (Source : Bloomberg Finance LP | Graphique : Zugerberg Finanz)

La baisse des rendements des emprunts d'État à dix ans a été particulièrement forte au quatrième trimestre 2023. Dans de nombreux pays, elle a atteint un point de pourcentage ou plus. Ce n'est qu'en Suisse que la baisse a été modérée. Pourtant, le faible niveau de 0.6 % a un impact positif sur les évaluations d'actions, les obligations d'entreprises et les marchés immobiliers, qui n'ont pas encore été suffisamment appréciés par les marchés des capitaux.

Aux États-Unis, l'inflation est tombée à 3.1 % et dans la zone euro, à 2.4 %. C'est pourquoi il est hautement probable que plusieurs baisses des taux directeurs soient décidées cette année. Les marchés obligataires en ont déjà anticipé une partie au quatrième trimestre 2023. Après le rallye des obligations de la Confédération, il devrait être difficile de réaliser durant l'année en cours une meilleure performance que le rendement des coupons en adoptant un comportement passif.

Toutefois, il est davantage significatif que le taux d'intérêt sans risque à long terme soit tombé à 0.6 %. C'est la référence lorsqu'il s'agit de réaliser des compromis entre les placements sans risque et les placements à risque. Celui qui vise un équilibre entre risque et rendement devra se demander s'il est satisfait de l'écart de rendement attendu par exemple d'actions ou de biens immobiliers, en comparaison avec celui d'une obligation de la Confédération sans risque – et si cela est également le cas après avoir pris en compte la sensibilité probablement plus élevée aux fluctuations. Sur ce point, nous excluons volontairement la période de décembre 2020 à juin 2022, qui est tout à fait particulière sur le plan historique. Au cours de cette période de fortes hausses des taux directeurs par la Banque nationale suisse, l'indice des obligations de la Confédération avait «rapporté» -20.1 %.

Si le portefeuille du marché suisse se compose aujourd'hui d'actions du

SMI, il en résulte un rendement bénéficiaire attendu de 6.7 %, soit 6.1 % de plus que les obligations. Les 6.1 % représentent également une prime de risque, car l'investisseur devrait connaître des fluctuations de ce portefeuille – si l'on excepte la période 2020-2022 – qui sont généralement plus importantes que celles d'un portefeuille composé exclusivement d'emprunts d'État.

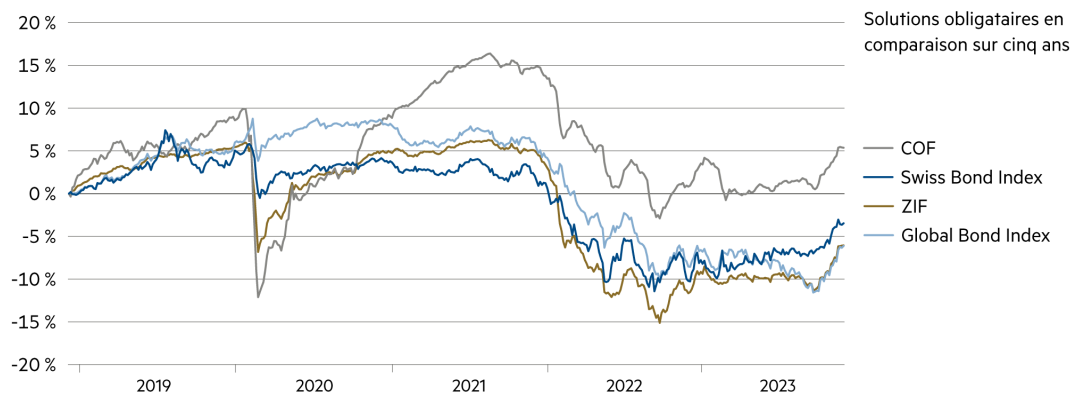
La sécurité du portefeuille de marché peut également être renforcée par le mix d'immobilier au détriment de la part d'actions. Cela réduit certes dans le même quelque peu les perspectives de rendement, mais les fluctuations de revenus sont plus faibles du fait de la stabilité des revenus locatifs. Avec environ 2.4 %, le rendement net du cash-flow des placements immobiliers suisses moyens est plus élevé que le rendement des obligations de la Confédération, mais nettement plus faible que celui des actions. Les placements immobiliers sont liés à une protection contre l'inflation ancrée dans la loi, ce qui crée un potentiel d'augmentation des loyers sur une longue période, les obligations, en tant que valeurs nominales, ne devraient quant à elles guère réussir à dépasser le taux d'inflation dans les années à venir.

Le Capital Asset Pricing Model (CAPM), qui se base sur la théorie moderne du portefeuille élaborée par le lauréat du prix Nobel Harry Markowitz, décédé en juin 2023, exprime en substance la recommandation d'investissement de la diversification en matière de placement du capital : on ne devrait pas mettre tous ses œufs dans le même panier. Le CAPM montre comment augmenter le rendement attendu en présence d'un risque donné ou comment réduire le risque pour un rendement attendu donné. Bien entendu, aujourd'hui encore, près de 60 ans après l'élaboration du CAPM, ces idées continuent à être intégrées dans nos activités.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→↗	↗	Dans la phase conjoncturelle actuelle, les emprunts d'État (couverts contre les risques de change) à long terme en USD et en EUR continuent à nous sembler plus intéressants que les emprunts d'État en CHF.
Obligations d'entreprises	→↗	↗	Dans le domaine des échéances plus longues avec des coupons fixes, nous discernons encore un potentiel de reprise des cours. Nous suivons ce segment doté d'une solvabilité élevée.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Le marché des obligations hybrides devrait devenir le segment obligataire le plus attractif en 2024. Le potentiel de reprise reste considérable.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Une bonne fin d'année



Solutions obligataires en comparaison sur cinq ans (Graphique : Zugerberg Finanz)

Sur l'ensemble de l'année 2023, les mesures que nous avons prises au sein du Zugerberg Income Fund (ZIF) et du Credit Opportunities Fund (COF) se sont avérées fructueuses. Alors que l'indice mondial des obligations d'État, garanti en francs, a progressé de 2.5 % en 2023, le ZIF a pu réaliser un rendement nettement plus élevé (+6.1 %). Quant au COF, il a connu une progression moins forte (+4.5 %).

La majeure partie des grands investisseurs utilisent l'indice obligataire mondial («Global Aggregate Total Return Index Hedged CHF»), couvert en francs, comme référence pour leurs obligations. Ils ont ainsi réalisé un rendement net de -6.0 % au cours des cinq dernières années. Cela correspond exactement au rendement sur cinq ans du Zugerberg Income Fund. Reporté sur une seule année, cela équivaut à un rendement de -1.2 %. Cependant, ce rendement identique ne doit pas faire perdre de vue les différences entre les chemins parcourus pour y arriver.

L'indice obligataire mondial est dominé par les emprunts d'État, dont la valeur s'est avérée plus stable, notamment en mars 2020 (explosion de la pandémie mondiale de coronavirus). Jusqu'à la mi-juin 2021, cette différence a toutefois été compensée par le Zugerberg Income Fund. Après l'éclatement de la guerre en Ukraine, le ZIF a connu une chute plus importante que l'indice obligataire mondial. Cinq trimestres ont à nouveau été nécessaires afin de combler la différence.

Le ZIF dispose toujours d'une notation de bonne qualité. Actuellement, il est noté «A-». Avec son importante part d'emprunts d'État, l'indice obligataire mondial présente une plus grande stabilité de valeur en cas de crise, mais perd également rapidement en attractivité lorsque l'écono-

mie mondiale se stabilise. Le ZIF se caractérise par des primes de risque de crédit plus élevées que les obligations d'État correspondantes. Grâce à une gestion active, les entreprises sont éliminées dès lors que des difficultés de financement se profilent. Au cours des cinq dernières années, près de 1'000 transactions ont été exécutées dans le ZIF.

Le Swiss Bond Index est un indice exotique au niveau mondial, car sa dimension est extrêmement réduite et il est peu diversifié. Pour l'essentiel, il se caractérise par les emprunts fédéraux. Au cours du deuxième semestre 2023, cela lui a permis de réaliser une surperformance (non durable) par rapport à l'indice obligataire mondial. Au total, sur les cinq dernières années, il en a tout de même résulté un maigre rendement de -3.7 % (-0.74 % par an). En outre, le potentiel de reprise du Swiss Bond Index semble pratiquement épuisé, alors qu'il reste intact pour le Zugerberg Income Fund.

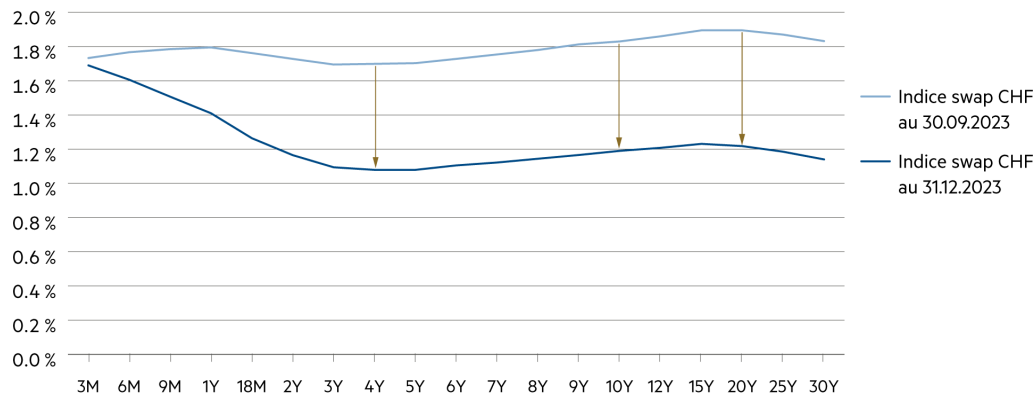
Le bilan à cinq ans du Credit Opportunities Fund est positif avec un rendement de +5.4 % (+1.1 % par an), et ce malgré la pandémie, la guerre, l'inflation, une phase de taux négatifs et nuls persistante et des difficultés de financement parfois extrêmes pour les entreprises immobilières et de commerce de détail. D'une manière générale, la patience démontrée en restant investis a porté ses fruits. Le potentiel de reprise se maintient. Au cours des deux prochaines années, il s'agira de mener délicatement le portefeuille au-delà du pic atteint jusqu'à présent. Depuis son lancement il y a environ onze ans, le fonds obligataire a réalisé un rendement positif de +2.0 % par an. Il a reçu la note maximale (cinq étoiles) de part de l'agence de notation de fonds Morningstar pour sa surperformance à long terme.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+6.1 %	+4.5 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-8.4 % (-1.6 %)	+25.2 % (+2.0 %)
Quantité de mois de performance positive :	53 %	66 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	133 BP (-17 PB)	557 BP (-99 PB)
Notation moyenne (actuelle)	A-	BB+

Vous trouverez de plus amples informations dans les [factsheets](#) sur le Zugerberg Income Fund et le Credit Opportunities Fund.

Immobilier, infrastructures

Des taux d'intérêt plus faibles : un facteur important



Indice Swap en francs suisses (source : Bloomberg CHF SARON Swap Spread Curve | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'année dernière, le rendement de nos valeurs immobilières et d'infrastructure (+19.4 %) a dépassé celui des actions (+17.8 %). Cela a représenté une surprise, car les valeurs à rendement stable représentent rarement de tels rendements globaux. Deux facteurs ont favorisé cette évolution : d'une part, de nombreuses valeurs d'infrastructure comme Flughafen Zürich se trouvaient encore dans leur phase de reprise post-pandémique. D'autre part, la baisse des taux d'intérêt à long terme a engendré une hausse de la valorisation.

Il y a un an, l'ambiance était lugubre pour les propriétaires immobiliers. L'ensemble du secteur des experts se posait des questions sur les «justes» prix du marché, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt alimentée par l'inflation. Les coûts de financement augmentaient avec le taux directeur de la BNS. Les hypothèques au Saron ont bientôt atteint 2.5 %. Souvent, les experts immobiliers appliquaient des taux d'actualisation encore plus élevés.

Par conséquent, les évaluations des immeubles de rendement ont baissé, l'effet sur les prix étant plus important pour les immeubles d'habitation que pour les immeubles commerciaux. La sensibilité plus élevée des immeubles de rendement résidentiels peut être imputée à leur durée plus importante. Pour les immeubles commerciaux, la durée de contrat fixes (p. ex. 5 ans) ou des indexations à l'inflation plus élevées pour les baux commerciaux ont pour effet de diminuer la sensibilité aux prix.

Désormais, la situation a fondamentalement changé avec la baisse des taux d'inflation et la perspective d'une baisse des coûts des capitaux empruntés. Les taux swap en francs ont massivement chuté au quatrième trimestre. Sur le segment à 4 ans, le taux swap est passé de

1.70 % à 1.07 % (-62 points de base), et sur le segment à 10 ans, le recul a été encore plus marqué, de 1.83 % à 1.19 % (-64 points de base). Le changement le plus perceptible s'est produit dans le domaine du très long terme.

Les taux swap servent de référence aux banques, assurances et caisses de pension qui octroient les crédits. Pour un crédit hypothécaire typique, il convient encore d'ajouter une marge spécifique aux clients d'environ 0.8 %. Cela signifie qu'il est à nouveau possible de conclure des crédits hypothécaires à plus long terme à environ 2 %. Ce niveau a un effet stabilisateur important sur les différents marchés immobiliers, ce dont on aurait à peine pu rêver il y a quelques mois encore.

Désormais, il est évident que le marché de l'immobilier va s'éclaircir. La réticence des propriétaires potentiels, qui était compréhensible en 2023 au vu de l'inflation et des taux hypothécaires élevés, va se dissiper au cours de ces mois. Les salons de l'immobilier qui auront lieu ce printemps devraient à nouveau donner lieu à de nombreuses transactions. L'on s'attend également à une reprise des valeurs de marché des immeubles d'habitation. D'une part, les taux de vacance continueront à baisser en 2024 et, d'autre part, selon l'expert immobilier FPPE, «la forte demande dans de nombreuses régions devrait entraîner une hausse des loyers de marché réalisables».

Nous discernons également un potentiel supplémentaire chez nos investissements en infrastructures. La baisse des taux d'intérêt à long terme permet de réduire les coûts du capital et donc d'augmenter les cash-flows. A cela s'ajoutent plusieurs améliorations en termes de performance, par exemple davantage de passagers, de volume de commerce de détail et de revenus locatifs pour l'aéroport de Zurich. Cela devrait conduire à une évaluation plus élevée.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗→	↗	Les hypothèques à taux fixe sur 3 à 5 ans sont devenues beaucoup plus attractives et moins chères que les hypothèques Saron. Les taux swap sont tombés à 1.07 % (1.70 % au 30.9.).
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	Compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt à long terme, les placements immobiliers de bonne qualité suscitent un regain d'intérêt de la part des investisseurs en Suisse et à l'étranger.
Fonds immobiliers CH	↗	↗	En 2024/25, l'application de taux d'actualisation plus bas devrait entraîner des revalorisations et des agios plus élevés - en particulier pour les qualités de premier plan.
Actions et fonds d'infrastructures	→↗	↗	La performance de l'infrastructure en 2023 a contribué à hauteur de 1.0 % au rendement global du portefeuille équilibré R3. La pondération était de 4.8 % et le rendement de +19.4 %.

Actions

Les taux d'intérêt plus bas entraînent des valorisations plus élevées

En de nombreux endroits, nous observons une attitude hésitante vis-à-vis des actions. De nombreux acteurs professionnels semblent toujours tabler sur des taux d'intérêt structurellement élevés et des taux d'inflation accrus. Toutefois, nous considérons que le retour à des taux d'intérêt plus bas n'est pas seulement temporaire, mais durable. Nous partons donc du principe que des valorisations plus élevées se préparent en particulier pour les actions suisses.

Nous avons déjà évoqué la faiblesse des taux d'intérêt sans risque et la forte probabilité que le niveau des taux d'intérêt reste bas. Il s'agit probablement du facteur le plus important qui soutiendra le marché des actions.

Prenons un exemple pour illustrer cette idée. Nous trouvons une entreprise qui, du fait de la position qu'elle occupe sur le marché, dispose d'une génération de bénéfices fiable. Bien que ne prévoyions pas d'augmentation des bénéfices, nous serions naturellement heureux si le cours actuel de l'action ou d'une valeur d'entreprise était aussi élevé que possible sur les marchés des capitaux, car nous y sommes déjà investis.

Le facteur d'actualisation permet d'actualiser les futurs revenus, c'est-à-dire que la valeur temporelle de l'argent est prise en compte par le taux d'intérêt sans risque. A cela vient s'ajouter une prime de risque pour indemniser le risque systématique; toutefois, afin d'illustrer l'effet de la baisse des rendements de l'obligation de la Confédération sur les évaluations du cours des actions, nous excluons la composante de risque.

Si une entreprise réalise un bénéfice annuel de 10 francs au cours de chacune des 30 prochaines années, la valeur actuelle de l'entreprise (la «valeur actuelle») de tous les futurs bénéfices se calcule comme suit avec un facteur d'actualisation de 3.0 % :

	2024	2025	2026	2027	2028	etc.
Valeur actuelle =	10	+ 10 / 1.03	+ 10 / 1.03 ²	+ 10 / 1.03 ³	+ 10 / 1.03 ⁴	+ ...
196 [Fr.] =	10	+ 9.71	+ 9.43	+ 9.15	+ 8.88	+ ...

Avec un facteur d'actualisation qui correspond au rendement de l'obligation de la Confédération à long terme (0.6 %), la même méthode de calcul donne une valeur actuelle de 273. C'est 39 % de plus.

	2024	2025	2026	2027	2028	etc.
Valeur actuelle =	10	+ 10 / 1.006	+ 10 / 1.006 ²	+ 10 / 1.006 ³	+ 10 / 1.006 ⁴	+ ...
273 [Fr.] =	10	+ 9.94	+ 9.88	+ 9.82	+ 9.76	+ ...

Ce que nous apprend cet exemple, c'est que le taux d'intérêt avec lequel les futurs revenus seront rémunérés a une importance primordiale pour le calcul de la valeur actuelle. Ce qu'il faut également savoir : la plupart des acteurs professionnels tablent encore actuellement sur des taux d'inflation et d'intérêt structurellement élevés. Ils hésitent à adapter leurs modèles, risquant ainsi potentiellement de passer à côté de la tendance actuelle de valorisation à la hausse des actifs réels dans le cadre d'une baisse des taux d'intérêt.

Que nous utilisions ici les «bons» taux d'intérêt ou non ne joue pas de rôle déterminant. L'important est que plus le facteur d'actualisation est bas, plus la valeur actuelle est élevée. Ce facteur est renforcé dans la mesure où nous pouvons nous attendre à une augmentation des bénéfices à l'avenir.

Dans le cas d'une entreprise qui occupe une position de leader sur le marché, on peut considérer qu'une augmentation durable des bénéfices dans les années à venir sera possible, grâce à des impulsions de croissance organique par acquisition, tout en améliorant la productivité et en réduisant les coûts de financement. C'est pourquoi de telles entreprises (p. ex. Nestlé, Sika, Schneider Electric, etc.) occupent une place fixe dans nos portefeuilles.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois
Actions Suisse	↗	↗
Actions Zone euro / Europe	↗	↗
Actions Etats-Unis	↗→	↗
Actions Pays émergents	↗	↗

Estimations

Par rapport au placement sans risque de 0.6 %, nous trouvons que la prime de risque obtenue sur le marché des actions est attrayante. Nous maintenons notre approche sélective.

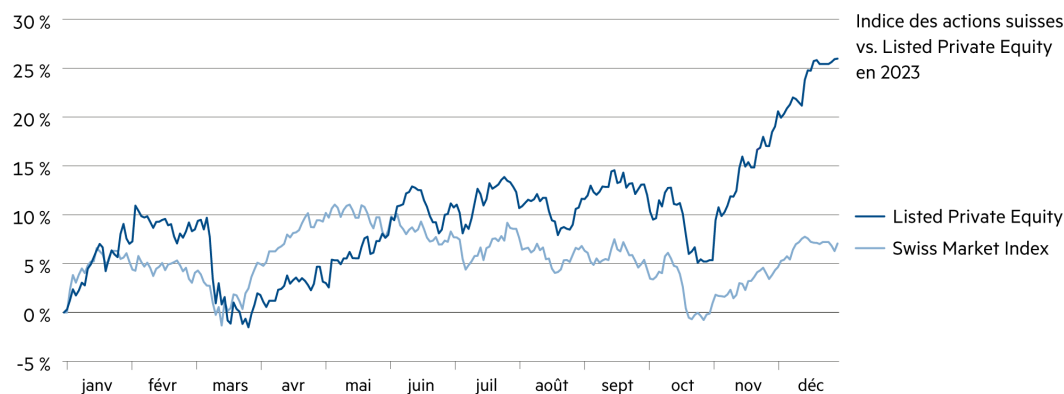
Un nombre exceptionnellement élevé d'actions européennes restent évaluées à un niveau bas, compte tenu des perspectives prometteuses en termes de croissance et de flux de trésorerie.

Aux États-Unis, nous détenons en portefeuille un certain nombre d'entreprises orientées vers l'IA, car nous entendons profiter de ce changement séculaire.

Avec la faiblesse du dollar, les investissements dans les pays émergents deviennent plus attrayants. Toutefois, nous n'investirions pas dans des pays au régime autocratique.

Placements alternatifs

Le Listed Private Equity, une diversification précieuse



Indice des actions suisses vs. Listed Private Equity en 2023 (source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz))

L'année dernière, notre diversification dans le secteur du Listed Private Equity nous a permis de réaliser une surperformance d'environ 20 % par rapport au Swiss Market Index. La plus grande partie de cette performance a été réalisée au cours des deux derniers mois, alors que la tendance mondiale à la baisse continue des taux d'inflation et à l'amélioration sensible des conditions de financement a commencé à se manifester.

Ces dix dernières années, les «Listed Private Equity» ont permis de réaliser une surperformance de plus de 70 % par rapport aux marchés des actions. Cela correspond à un rendement annuel supplémentaire d'environ 6 % par rapport aux sociétés cotées en bourse. Toutefois, on doit également disposer d'une propension plus élevée aux fluctuations et au risque pour pouvoir utiliser de tels véhicules dans un portefeuille.

Dans notre classe de risque 1, il n'existe aucune possibilité d'utiliser de Listed Private Equity. Nous l'avons exclu parce que nous devons y utiliser des titres particulièrement peu risqués et que nous essayons de maintenir la volatilité du portefeuille correspondant aussi faible que possible.

Plus la propension au risque est importante, plus l'utilisation correspondante de «placements alternatifs» augmente dans notre logique de portefeuille. Dans la stratégie équilibrée R3, la pondération est de 6 %. Selon certains, ce ne sont «que» 6 %, alors que pour d'autres, ce taux est imposant. En tous les cas, la pondération correspondante du portefeuille a permis, en fonction de la classe de risque, de surperformer en 2023 jusqu'à un point de pourcentage par rapport à une allocation en

actions suisses. L'effet de diversification ne doit pas non plus être sous-estimé. Celui-ci est la conséquence du fait qu'un nombre croissant d'entreprises ont décidé de ne pas se faire coter sur les marchés publics.

Sur le plan du contenu, notre composante de portefeuille Listed Private Equity est pour l'essentiel diversifiée par un fonds, comme nous l'avons indiqué le mois dernier. Celui-ci intègre une trentaine de sociétés de participation au marché privé, qui détiennent à leur tour au moins dix entreprises dans leur bilan. Le fonds compte ainsi approximativement 500 sociétés en portefeuille. Ces sociétés sont sélectionnées et soutenues dans leur croissance par des sociétés de participation connues telles que la canadienne Onex (qui a introduit à la bourse suisse le groupe SIG qui a connu un grand succès), la britannique HgCapital (qui dispose de plusieurs entreprises informatiques exceptionnelles pour le marché européen des PME) et l'américaine KKR (qui est mondialement connue pour son excellent portefeuille de Private Market).

Cette large diversification dans les secteurs et les marchés géographiques les plus variés rend cette composante du portefeuille très robuste. Etant donné que ce sont structurellement des entreprises de dimensions plutôt petites et moyennes avec une certaine proportion de capitaux étrangers, leur sensibilité aux taux d'intérêt reste toutefois nettement plus élevée que pour les groupes américains à fort cash-flow comme Apple et Microsoft. Les perspectives du Listed Private Equity pour l'année en cours se sont fortement améliorées en raison de la tendance baissière des taux d'intérêt. De plus, la fenêtre des IPO s'est ouverte et les transactions portant sur des fusions et acquisitions devraient à nouveau augmenter.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	Avec -12 % (en dollars), -15 % (en euros) et -20 % (en CHF), l'indice mondial des matières premières a fortement chuté l'année dernière et contribué à la désinflation.
Or / Métaux précieux	→	↗→	Avec 1'732 CHF/once, le prix de l'or était à peine 2.6 % plus élevé qu'au début de l'année.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Le marché de niche des ILS et des emprunts d'assurance subordonnés restera attrayant également en 2024, soutenu par un volume relativement faible.
Private Equity	↗	↗	La solution «Listed Private Equity» de notre portefeuille devrait continuer à surperformer en 2024. Les conditions-cadres sont excellentes.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		31.12.2023	12/2023	2023	2022	2021	2020
Actions							
SMI	CHF	11'137.8	+2.6%	+3.8%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'571.2	+2.4%	+6.1%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	16'751.6	+0.7%	+13.1%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'543.2	+0.6%	+9.6%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	30'351.6	-0.5%	+20.4%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'733.2	+0.6%	-0.3%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'521.7	+0.5%	+12.1%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	37'689.5	+0.6%	+3.5%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'769.8	+0.2%	+13.1%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	15'011.4	+1.2%	+30.6%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	33'464.2	+0.9%	+8.6%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	72'240.3	+3.7%	+7.4%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	3'169.2	+0.5%	+10.8%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	1'023.7	-0.5%	-2.6%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	155.4	+2.5%	+2.2%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.4	+3.4%	+4.2%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	339.5	+3.4%	+8.7%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	265.6	+3.7%	+4.5%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	179.5	+2.3%	+12.5%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	141.7	+2.9%	-0.5%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	181.6	+3.4%	+4.8%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	181.7	+0.9%	+5.7%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.5	+3.9%	+3.5%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	586.4	+3.3%	+8.5%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	164.6	+2.5%	+5.9%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	287.1	+2.6%	+9.8%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	55'805.8	-2.6%	+0.8%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	98.6	-7.1%	-20.4%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'339.8	+5.8%	+5.4%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.8414	-3.9%	-9.0%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9289	-2.5%	-6.1%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5965	+1.7%	-15.4%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0716	-3.0%	-4.2%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

Toutes les données publiées ici sont transmises à titre d'information uniquement et n'ont pas valeur de conseil ou recommandation en matière de placement ou autre. La présente publication est fondée sur des sources accessibles au public, que nous considérons comme fiables et valables. Nous déclinons toute responsabilité quant à l'exactitude et / ou l'intégrité des informations communiquées. Cette publication s'adresse exclusivement aux clients / intéressés établis en Suisse, et les informations légales figurant dans les mentions légales sur le site www.zugerberg-finanz.ch s'appliquent. Evolution des valeurs d'après un portefeuille modèle. Du fait de la gestion active, la structure effective de chaque dépôt et l'évolution des valeurs qui en découle peuvent s'en écarter et dépendent de la date et du montant de l'investissement. Cela vaut en particulier durant la première année d'investissement, dû à la pénétration échelonnée sur le marché. Seule l'évolution effective des valeurs d'après l'extrait de compte / de dépôt de la banque dépositaire ou de la fondation est véritablement valide. L'évolution des valeurs indiquée s'entend nette, après déduction des frais courants, sans tenir compte des frais d'acquisition.

Toutes les informations concernant l'évolution des valeurs sont de nature indicative, se réfèrent aux valeurs historiques et ne permettent pas d'établir une estimation garantie pour l'avenir. Editeur : Zugerberg Finanz AG, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch. Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 31/12/2023 ; données économiques au 31/12/2023 ; pronostics économiques au 31/12/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.