



Bruedermettli, Unterägeri, canton de Zoug (photo : Andreas Busslinger)

Un solide début d'année

La nouvelle année a commencé sur une note positive. La majeure partie des signaux économiques sont restés au vert.

Les nouvelles en provenance des entreprises ont été, dans une large mesure, étonnamment positives. Cela a permis au Swiss Market Index (SMI) de progresser de 1.8 % en janvier. Toutefois, certaines entreprises ont déçu. Même de petites surprises négatives ont été lourdement sanctionnées ici et là, comme par exemple le groupe de chimie du bâtiment Sika (-12 % depuis le début de l'année).

En revanche, le dernier trimestre a convaincu à certains endroits, alors qu'ailleurs ce sont plutôt les perspectives pour les trimestres à venir qui réjouissent. Plusieurs entreprises ont confirmé leur guidance ambitieuse à moyen terme. Cela a concerné principalement des actions qui ont été sévèrement critiquées ces dernières années pour leurs fluctuations à

court terme. Mais Lonza (+20 % en janvier), SAP (+15 %) et SGS (+10 %) se trouvent toutes dans une phase de reprise de plusieurs années, qui sera accompagnée d'investissements considérables. Ainsi, il peut arriver que tous les résultats trimestriels n'apporte pas la même satisfaction.

Ce qui nous semble plus important, c'est le parcours stratégique visé. Cela s'applique également au groupe de matériaux de construction Holcim, dont le capital sera divisé l'année prochaine en deux parties : une «Holcim» nord-américaine et une Holcim pour le reste du monde. La maison mère du groupe à Zoug devra également se scinder en deux, conformément à la spin-off. Pour l'actionnaire, cela se traduit par un fort potentiel car, comme le montrent les expériences récentes, les sociétés cotées en Amérique du Nord se négocient à des cours supérieurs d'environ 25 % à ceux des sociétés européennes comparables.

Hausse au mois de janvier

En janvier, le Swiss Market Index (SMI) lié aux actions a progressé à 11'333 points (+1.8 % par rapport au début de l'année). Un début d'année supérieur à la moyenne, si l'on prend comme référence les cinq dernières années, avec une progression plus importante que celle du MSCI World mondial (+1.2 %).

Dans l'immobilier, la situation a été contrastée: si les fonds immobiliers suisses ont connu une nette progression (+2.2 %), les actions immobilières suisses ont subi un léger recul (-1.4 %). Le Swiss Bond Index lié aux obligations (AAA à BBB Total Return) a légèrement reculé (-0.6 %). L'indice mondial des obligations – garanti en francs suisses – a également reculé (-0.5 %). L'euro a enregistré une hausse minime en janvier (+0.2 %) ; pour le dollar, la réaction aux pertes cuisantes de l'année pré-

cedente a été pour le moins clairement positive (+2.5 % en janvier 2024).

Dans la classe de risque défensive 1 (par exemple, Revo1 avec un rendement de -0.3 % pour le mois de janvier), le poids des obligations à rendement légèrement négatif a prévalu. Dans la classe de risque «équilibrée» 3 (par exemple, Revo3 :+0.9 % et R3 : avec +0.9 %), le rendement global se situait nettement en zone positive, ce qui est imputable à la contribution des actions.

Le démarrage des classes de risque dynamiques 4 et 5 (par exemple Revo4 : +1.5 % et Revo5 : +1.7 %) a été exceptionnellement bon. Le rendement de la stratégie de dividendes s'est également situé à ce niveau, avec +1.2 %.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Janvier 2024	2024
Zugerberg Finanz R1	-0.1%	-0.1%
Zugerberg Finanz R2	+0.5%	+0.5%
Zugerberg Finanz R3	+1.0%	+1.0%
Zugerberg Finanz R4	+0.9%	+0.9%
Zugerberg Finanz R5	+0.9%	+0.9%
Zugerberg Finanz RDividendes	+1.3%	+1.3%
Zugerberg Finanz Revo1	-0.1%	-0.1%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.4%	+0.4%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.7%	+0.7%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.2%	+1.2%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.4%	+1.4%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+1.3%	+1.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-2.8%	-2.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-4.4%	-4.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-5.9%	-5.9%

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Janvier 2024	2024
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.3%	-0.3%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.2%	+0.2%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.5%	+0.5%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.9%	+0.9%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.7%	+0.7%

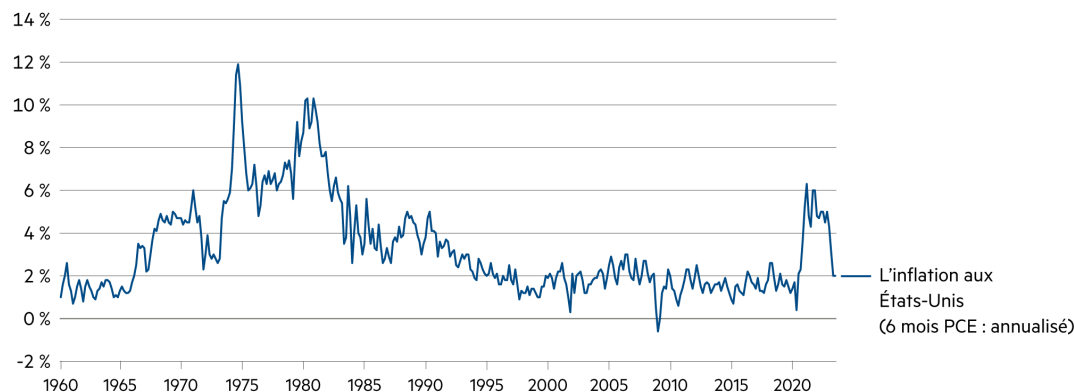
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Janvier 2024	2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.1%	-0.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.4%	+0.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.7%	+0.7%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.2%	+1.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.4%	+1.4%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+1.3%	+1.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-2.8%	-2.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-4.4%	-4.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-5.9%	-5.9%

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

Macroéconomie

Risques à la hausse pour l'économie mondiale



Aux États-Unis, l'inflation est de retour dans la zone cible (Source : Bloomberg Finance L.P | Graphique : Zugerberg Finanz)

Lorsque l'on prend connaissance des derniers indicateurs, on constate un certain risque de hausse : les attentes en matière de croissance pourraient nous réserver encore des surprises positives. Dans les pays développés, les indices des directeurs d'achat sont passés en janvier à 50.6 (+0.9), ce qui indique clairement une économie en train de s'accélérer. Parallèlement, les prévisions d'inflation pour 2024 ont été abaissées en de nombreux endroits, ce qui s'accompagne d'une croissance économique réelle plus forte. Tous ceux qui s'attendaient à une récession dès le premier trimestre – du moins aux États-Unis – n'y étaient pas du tout préparés.

La zone asiatique continue d'être le pôle de croissance de l'économie mondiale. L'Inde connaît notamment une croissance à nulle autre pareille dans les économies du G20. Mais en Amérique du Nord et en Europe également, aussi bien en Europe centrale et orientale que dans les pays périphériques, les dernières impulsions économiques surprennent positivement. Aux États-Unis, le produit intérieur brut (PIB) réel a augmenté de 3.3 % au quatrième trimestre sur une base annuelle, se situant ainsi nettement au-dessus du consensus, avec un taux d'inflation étonnamment bas de 1.7 % dernièrement. La forte dynamique de la demande de consommation jusqu'à fin 2023 plaide en faveur d'une croissance solide du PIB qui se maintient au premier trimestre, même si un ralentissement des investissements dans les stocks devrait probablement freiner la croissance.

Les indices des directeurs d'achat, signes conjoncturels précurseurs, ont également évolué à la hausse en janvier dans la zone euro. Dans l'industrie manufacturière, les valeurs ont été étonnamment positives, avec un indice qui est passé à 46.6 (+2.2). La valeur de l'indice qui intègre le secteur des services a augmenté en janvier à 47.9 (+0.3) dans la zone

euro. Dans l'ensemble des pays, l'amélioration a été drivée par la périphérie. Au Royaume-Uni, l'indice PMI global a connu une nouvelle amélioration et atteint 52.5 (+0.3), grâce à l'amélioration continue des activités dans les services.

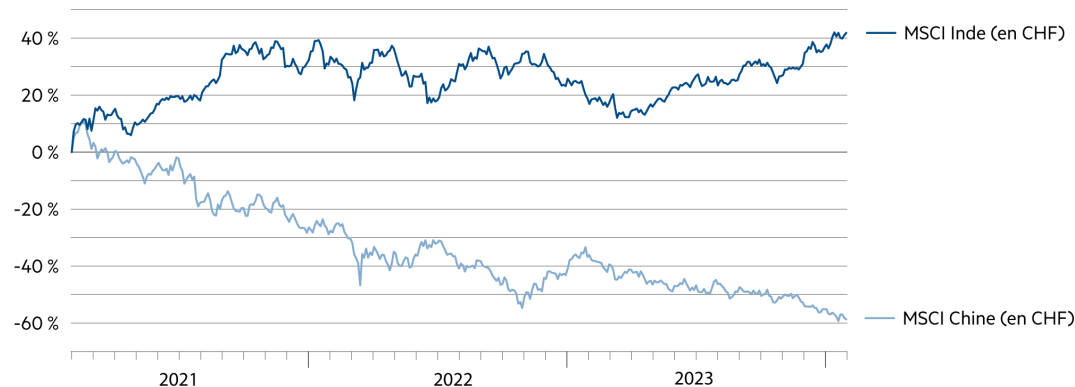
On peut en déduire que la croissance économique devrait se renforcer dans les mois à venir, même si seulement de manière modérée et en tous les cas pas de manière inflationniste comme lors de la première dynamique post-pandémique. En dépit des inquiétudes conjoncturelles, la Banque centrale européenne (BCE) a laissé entendre, lors de sa réunion du 25 janvier, qu'une baisse des taux d'intérêt n'était pas imminente. Par conséquent, le taux de dépôt déterminant sur le marché financier, que les établissements financiers reçoivent de la banque centrale pour «parquer» les fonds excédentaires, reste au niveau record de 4%. Étant donné que le taux d'inflation est pratiquement retombé à son niveau cible, on peine à comprendre pourquoi la politique monétaire ultra restrictive doit être maintenue encore longtemps et pourquoi la conjoncture doit être étranglée par la politique monétaire. Lors du World Economic Forum de Davos, la présidente de l'institution Christine Lagarde a fait écho aux propos de plusieurs de ses collègues, selon lesquels une baisse serait «probable» (seulement) en été.

La banque centrale chinoise procède de manière plus intelligente. Au vu de la reprise économique titubante et de l'évolution déflationniste des prix à la production et à la consommation, elle a fortement réduit le taux de réserve des banques commerciales, libérant ainsi des liquidités pour le système financier et économique. Lorsqu'une période de déflation menace, une politique monétaire restrictive constitue une erreur. Il y a lieu d'agir avec conviction en menant une politique monétaire expansive.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Le 21 mars, la BNS se réunira pour son examen de la situation économique et monétaire. Il ne serait pas surprenant que le taux directeur soit abaissé de 0.25 % pour se situer à 1.5 %.
Zone euro, Europe	↗	↗	Pour la zone euro, nous nous attendons à une croissance du PIB réel de +1.0 % (2024), ce qui peut se justifier par une reprise du revenu disponible réel.
Etats-Unis	↗	↗	La probabilité que les États-Unis entrent en récession au cours des 12 prochains mois demeure très faible.
Reste du monde	↗	↗	Il existe un très important consensus concernant la dynamique de croissance réelle en Inde (+7 % cette année), et même supérieure à la moyenne en Asie.

Liquidités, devises

La Chine n'est pas un pays d'investissement attractif



MSCI Inde vs. MSCI Chine sur trois ans en francs suisses (Source : Bloomberg Finance LP | Graphique : Zugerberg Finanz)

Au sein de l'ensemble de nos portefeuilles, nous continuons à orienter les liquidités vers des valeurs solides. Cela fait plusieurs années que nous évitons la Chine. Il convient toujours de distinguer entre l'évolution macroéconomique au niveau du pays et le niveau du modèle d'affaires d'une entreprise. Il ne fait aucun doute que les trois dernières années ont été une période difficile et frustrante pour les investisseurs et les acteurs du marché des actions chinoises, car celles-ci ont été associées à une baisse des cours de 57 %.

Depuis longtemps, le marché boursier chinois est nettement à la traîne par rapport à ses concurrents mondiaux. Depuis son adhésion à l'Organisation mondiale du commerce en 2001, le PIB de la Chine a été multiplié par 13.6, passant d'environ 1.3 à près de 17.7 billions de dollars en 2023. Cela correspond à un taux de croissance annuel de 12.5 %. Au cours de la même période, le Shanghai Composite n'a fait que doubler (= taux de croissance de 3.3 %). La différence frappante entre l'économie et les capitaux propres remonte au système communiste, dans lequel la priorité économique n'a jamais été la prospérité des détenteurs d'actions.

Nous continuons à ne pas être de grands enthousiastes des conditions cadres en vigueur en Chine, où il n'existe aucune culture de l'actionnariat. Bien au contraire, il arrive régulièrement que l'État contraigne les entreprises à payer des salaires plus élevés. Par ailleurs, les exemples d'Alibaba, Tencent et Baidu montrent comment l'État intervient directement dans la structure de l'actionnariat et de la direction des entreprises.

En Inde en revanche, tous les signaux sont au vert. Du fait de sa capitalisation boursière, le marché des actions indien est désormais le quatrième marché national au monde. Le gouvernement encourage l'entrepreneuriat et les conditions économiques cadres au moyen du plus grand programme d'infrastructures de ces dernières décennies. Le

rapport risque/rendement des actions indiennes demeure avantageux pour les investisseurs patients.

La pondération n'est pas importante, mais dans le cadre d'un satellite dans l'ensemble du portefeuille, l'entrepreneuriat indien occupe une place légitime dans nos portefeuilles. Ces trois dernières années, l'écart d'évolution de l'indice converti en francs suisses entre le MSCI Inde (+38 %) et le MSCI Chine (-59 %) s'est creusé pour atteindre la barre des 97 %.







C'est dans ce contexte que s'inscrivent les négociations menées par la Suisse sur la conclusion d'un accord de libre-échange avec l'État le plus peuplé au monde. Un accord de principe a été trouvé. La question de la protection des brevets était contestée, et les investissements doivent également faire l'objet d'une meilleure protection. La conclusion d'un accord avec l'Inde devrait créer des emplois pour la jeune population indienne et assurer la pérennité de la place industrielle suisse. L'accès au «Talentpool» qu'est l'Inde revêt une grande importance pour de nombreuses entreprises suisses. Le pays dispose d'un grand nombre de jeunes adultes qualifiés, anglophones et dotés d'excellentes compétences en matière numérique.

Pendant de nombreuses années, les entreprises occidentales ont misé sur la Chine comme sur une sorte de second atelier, ce qui s'est avéré un gros risque. «Le marché indien est en train de devenir une alternative logique à la Chine», a écrit le Secrétariat d'État à l'économie dans son dernier rapport national. Par exemple, le rôle de site de production global pour des machines bon marché sera assumé par le constructeur de machines suisse-romand Bobst en Inde. L'entreprise emploie déjà 400 personnes au sud-est de Mumbai, et plusieurs centaines d'autres devraient venir s'y ajouter au cours des deux ou trois prochaines années.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Les anticipations d'inflation sont à la baisse. Par conséquent, des baisses des taux directeurs devraient également avoir lieu en Suisse, ce qui fera baisser la rémunération des comptes.
Euro / Franc suisse	↗→	↗→	Au cours de l'année, les baisses de taux d'intérêt devraient être plus importantes dans la zone euro qu'en Suisse, ce qui réduira considérablement les coûts de couverture.
Dollar américain / Franc suisse	→↘	↘	A 0.86, le dollar a gagné 2.5 % en janvier. Toutefois, les coûts de couverture se maintiennent au niveau élevé de 3.8 % - avec une faible tendance à la baisse.
Euro / Dollar américain	↗	↗	A 1.08, la principale paire de devises se situe dans une zone de relative stabilité. Dans le cadre de la normalisation, les fluctuations diminuent actuellement de manière sensible.

Obligations

Correction technique des rendements de référence

		31.12.2023	31.01.2024	Variation
USA		3.88 %	3.94 %	+6 bp
Allemagne		2.02 %	2.16 %	+14 bp
France		2.55 %	2.66 %	+11 bp
Italie		3.68 %	3.72 %	+4 bp
Royaume-Uni		3.52 %	3.79 %	+27 bp
Suisse		0.60 %	0.77 %	+17 bp

Évolution des rendements des emprunts d'État à dix ans en janvier 2024 (Source : Bloomberg Finance LP | Graphique : Zugerberg Finanz)

En janvier 2024, les rendements des emprunts d'État à dix ans ont connu une sensible amélioration d'environ 10 à 20 points de base. Si ce changement n'a pas épargné la Suisse, il ne marque toutefois pas un tournant. Ce mouvement en sens inverse est plutôt une correction technique après la chute massive des rendements au dernier trimestre 2023. La hausse des rendements a néanmoins entraîné une légère baisse de la plupart des indices obligataires de référence en janvier.

En janvier 2024, l'indice mondial des obligations (en francs suisses) a perdu 0.5 %. Quant au Swiss Bond Index, il était inférieur de 0.6 % à son niveau du début de l'année. Les attentes exagérées en matière de baisses rapides des taux d'intérêt par les banques centrales ont ainsi été «éliminées».

Cela ne doit toutefois pas nous faire perdre de vue que nous comptons sur un rendement global positif des obligations dans les différents segments au cours de cette année. Pour ce faire, nous avons considéré les portefeuilles dans leurs différents segments (Investment Grade, Sub-Investment Grade ; USD, EUR et CHF) et les avons soumis à différents scénarios économiques. D'une manière générale, nous sommes arrivés à la conclusion qu'avec le millésime 2024, une nouvelle bonne année de placement avait commencé pour les obligations.

Que ce soit au printemps ou au début de l'été, l'on peut partir du principe que les principales banques centrales procéderont à des baisses de leurs taux directeurs. Le processus a déjà commencé dans des pays émergents comme le Mexique et le Chili, ainsi qu'en Chine.

La marge de manœuvre pour les baisses de taux est la plus importante depuis 15 ans. Aux États-Unis, les taux directeurs se situent actuellement dans une fourchette de 5.25 % à 5.5 %. Avec un taux d'inflation de 1.7 % au quatrième trimestre 2023, il en résulte un taux d'intérêt réel

exorbitant pour tous ceux qui parquent leur capital auprès de la banque centrale au lieu de l'investir. Les petites et moyennes entreprises qui emploient environ 90 % de la population active du secteur privé, en souffrent particulièrement. Elles doivent se débrouiller avec des conditions de financement difficiles, leurs coûts de capital se situent souvent entre 12 à 15 %.

C'est le principal motif pour lequel l'indice des sociétés à petite capitalisation (Russell 2000) est nettement à la traîne par rapport à l'indice S&P 500, dominé par les grandes entreprises technologiques à cash-flow important. Au cours de ces trois dernières années, l'écart entre ces deux indices américains est passé à 39 %.

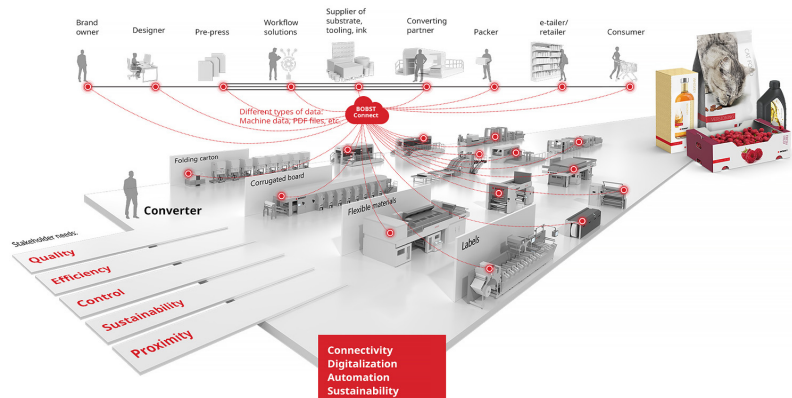
Dans le dernier «Beige Book» de la Réserve fédérale américaine (Fed), dans lequel on trouve des comptes-rendus plutôt qualitatifs rédigés par les représentants de la banque centrale issus des douze zones économiques régionales, l'inquiétude que la Fed ait finalement relevé excessivement les taux d'intérêt réels figurait au premier plan. Etant donné qu'un nombre croissant de petites entreprises américaines souffrent du coût élevé du capital, l'octroi de crédits par les banques commerciales a même connu une intensification. Elles renforcent actuellement la politique monétaire de toute façon super-restrictive en une politique d'octroi de crédit plus restrictive que la moyenne. C'est pourquoi la Fed devrait bientôt réduire agressivement sa politique monétaire et ainsi atténuer considérablement les besoins de liquidités des PME.

Des décisions comparables de la part des banques centrales sont également attendues en Europe, avec un certain retard. Dans l'ensemble, cela devrait contribuer à un environnement favorable aux obligations d'entreprises. Les obligations restent attractives.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→↗	↗	Avec leur slogan «se fonder sur les données et non sur les dates», les banques centrales ont confirmé leur capacité à réagir aux données en temps réel et à baisser les taux d'intérêt.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Dans une économie résiliente où les taux de défaillance attendus sont faibles, les obligations d'entreprises sont très attractives.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	La dernière enquête trimestrielle sur le crédit de la BCE a montré une nette amélioration de la demande de crédit et des conditions d'octroi.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Meilleur que le Swiss Bond Index



Vision industrielle de BOBST - façonner l'avenir du monde de l'emballage (Source : BOBST Group)

Le Zugerberg Income Fund (ZIF) a nettement mieux commencé l'année (-0.1 %) que le Swiss Bond Index. Le Credit Opportunities Fund (COF), qui est moins orienté sur les risques de taux d'intérêt que sur les primes de risque de crédit, a même progressé de 0.9 % en janvier dans un environnement obligataire difficile. Les deux fonds ont cela de commun de disposer d'une importante fonction de tampon dans le contexte de la gestion globale du portefeuille.

Dans les deux véhicules, c'est-à-dire aussi bien dans le ZIF que dans le COF, des obligations d'État sont actuellement utilisées, et plus précisément celles qui ont une durée résiduelle élevée. Compte tenu de la désinflation persistante, une durée plus élevée rend le portefeuille d'obligations plus attractif. Ce faisant, nous avons également veillé à disposer d'un éventuel tampon ou d'une fonction de réduction des risques parmi toutes les obligations. En cas d'affaiblissement inopiné de l'activité économique, ces obligations devraient connaître une plus-value plus que proportionnelle.

La majeure partie se compose toutefois d'obligations d'entreprises, qui se distinguent dans le ZIF par une solvabilité particulièrement élevée et disposent par conséquent d'un risque de défaillance extrêmement faible. Ceux qui souhaitent s'exposer à un faible risque de fluctuation pendant l'année en cours sont probablement à leur place dans la classe de risque 1. La part de ZIF y est sensiblement plus élevée que toutes les

actions réunies. Dans ce cadre, l'investisseur bénéficie du fait que l'engagement porte avant tout sur des obligations à échéances plus longues.

Dans le cas du COF, les primes de risque de crédit sont le principal pilier du rendement et la notation moyenne est nettement inférieure à celle du ZIF. Actuellement, le rendement supplémentaire réalisé avec les obligations d'entreprises par rapport aux obligations d'État à durée égale reste intéressant, car la situation économique ne permet pas de prévoir un nombre exceptionnellement élevé de défauts de paiement pour les entreprises.

Récemment, le COF a intégré un emprunt de l'entreprise familiale vaudoise Bobst. L'emprunt à cinq ans de ce constructeur de machines de succès rapporte 1.5 % d'intérêt de plus qu'un emprunt d'État suisse comparable. Avec un chiffre d'affaires d'environ 1.8 milliard de francs, l'entreprise dirigée par Jean-Pascal Bobst en qualité de CEO, est un fournisseur leader mondial d'installations et de services de qualité à l'intention des fabricants d'emballages et d'étiquettes. Cette entreprise visionnaire est considérée comme très innovante, poursuit une stratégie de numérisation convaincante («BOBST Connect») et dispose d'une excellente réputation auprès de clients fidèles. Le produit obtenu de l'émission de l'emprunt sera utilisé afin de rembourser un précédent emprunt et pour les besoins généraux de l'entreprise.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+0.1 %	+0.9 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-8.5 % (-1.6 %)	+26.3 % (+2.1 %)
Quantité de mois de performance positive :	53 %	67 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	132 BP (-1 PB)	545 BP (-12 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

La baisse des taux produit déjà ses effets

	31. Janvier	30. Juin	31. Décembre
3 mois	1.62 %	1.27 %	0.94 %
1 an	1.33 %	1.06 %	0.88 %
3 ans	1.05 %	0.98 %	0.95 %
5 ans	1.07 %	1.04 %	1.04 %
10 ans	1.22 %	1.22 %	1.24 %

Taux à terme du Swap en francs suisses, en % (Source : Bloomberg CHF SARON Analyse de la courbe des échéances Swap | graphique : Zugerberg Finanz)

En Europe, les banques centrales maintiennent toujours leurs taux directeurs à un niveau élevé, même si les prévisions d'inflation ont nettement baissé et que les conditions de crédit se sont améliorées. En Suisse, les crédits hypothécaires à taux fixe sur plusieurs années peuvent désormais à nouveau être contractés à moins de 2 %. En Allemagne également, les taux d'intérêt applicables à la construction ont baissé et stabilisent le marché immobilier. Le marché de l'immobilier locatif reste tendu et attire les investisseurs avec de solides rendements.

Il existe une faible probabilité que les taux d'intérêt des placements à plus long terme augmentent cette année. Ceux qui ont placé leurs liquidités excédentaires aux conditions actuelles des dépôts à terme doivent être prêts à ce que le renouvellement de ces placements se fasse à un niveau de taux nettement plus bas dans six mois. Bien entendu, on ne saurait l'affirmer avec précision, mais l'analyse de la courbe à terme des swaps de taux d'intérêt, par exemple au 30 juin 2024 et au 30 décembre 2024, révèle tout de même quelques éléments qui corroborent notre hypothèse.

Les investisseurs qui souhaitent profiter du haut niveau des taux d'intérêt doivent profiter de la fenêtre temporelle actuelle pour fixer ces taux à plus long terme. En fonction de la propension au risque, l'une de nos deux solutions obligataires (ZIF et COF) se prête particulièrement à cet effet. Ceux qui envisagent de renouveler leurs crédits hypothécaires cette année peuvent toutefois s'y attaquer sereinement dans les jours et semaines à venir. Le contexte semble favorable, même pour le renouvellement des échéances qui ne tombent qu'au second semestre.

Il n'est pas nécessaire d'attendre une baisse des taux d'intérêt ; avec les hypothèques à terme, il est possible de capter d'ores et déjà l'attente future dans le temps présent, grâce à la courbe des échéances. Le

marché affiche une saine confiance dans la normalisation de la situation de la politique monétaire d'ici la fin de l'année et le retour de la BNS à un taux directeur neutre de l'ordre de 1.0 %.

Cela permettra non seulement de stabiliser les loyers et de soulager les revenus des propriétaires d'immobilier de logement, mais aussi d'augmenter l'attractivité des immeubles de rendement (immeubles d'habitation avec taux de vacance faible dans les villes ou dans les régions de croissance proches des villes). Sur une perspective d'un ou deux ans, une hausse des prix est prévisible dans tous les segments de l'immobilier, et à coup sûr pour les immeubles d'habitation modernes qui répondent aux normes énergétiques actuelles.

Plus les taux d'intérêt sont bas, plus les rendements du cash-flow d'un investissement immobilier de rendement sont intéressants. C'est pourquoi ils suscitent à nouveau un intérêt croissant auprès des acheteurs et gagnent en attractivité par rapport à d'autres classes d'actifs, par exemple par rapport aux obligations de la Confédération à dix ans, qui rapportent actuellement à peine 0.8 % et ne sont ainsi même pas en mesure de compenser la perte de pouvoir d'achat due à l'inflation.

Les obligations restent toujours des placements nominaux, alors que l'immobilier est un placement réel, ce qui s'avère avantageux à long terme. Il réagit aux solides fondamentaux du marché suisse de l'immobilier résidentiel. Lorsque la demande en logements dépasse l'offre – notamment en raison du flux migratoire important qui ne tarit pas – cela favorise la pénurie de logements et ainsi, la volonté de payer pour des objets en location et en propriété. En outre, le droit du bail permet de réagir à la hausse des coûts (inflation, taux de crédit, respectivement taux de référence) en augmentant les loyers.

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 1.05 % (1.77 % au 30.9.).
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	La situation sur le marché des bureaux reste tendue, y compris pour les surfaces d'immobilier commercial. Seul un petit nombre d'emplacements en centre-ville sont vraiment très recherchés.
Fonds immobiliers CH	↗	↗	Les fonds immobiliers cotés en bourse retrouvent un potentiel de hausse grâce à la baisse des taux d'intérêt, à la stabilité des rendements de distribution et à l'augmentation des revenus locatifs.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Les perspectives des entreprises d'infrastructure clairvoyantes connaissent une nette embellie en 2024 grâce à la baisse des coûts de financement.

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. Cela nous conforte dans l'idée que de nombreux acteurs professionnels continuent de 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 à moyen terme, en particulier pour les actions suisses.

Aux États-Unis, après une année 2023 stimulante, les actions technologiques connaissent une consolidation temporaire à un niveau élevé. Le pic historique du S&P 500 et les fluctuations relativement faibles sur les marchés des capitaux nord-américains ne doivent pas pour autant nous inciter à voir l'avenir en rose.

Avec notre approche fondamentale, nous restons convaincus qu'il convient d'être extrêmement sélectifs et d'examiner précisément chaque modèle d'entreprise en détail – par exemple pour ce qui a trait à sa résilience conjoncturelle ou encore à son pouvoir en matière de fixation des prix et de mesures d'efficacité permanentes. Le fait de réaliser des bénéfices élevés dans le présent ne saurait en aucun cas être interprétés comme une garantie de revenus élevés pour l'avenir. La configuration de la concurrence ainsi que la capacité d'innovation et d'adaptation sont des fondements déterminants que nous analysons.

Par exemple, en ce qui concerne l'intelligence artificielle, Microsoft Suisse vend déjà sa solution à plus de 200 entreprises suisses, par exemple à la Mobilière Assurances, qui a rendu sa communication interne plus efficace et a facilité l'accès de ses collaborateurs aux connaissances. Parfois, il s'agit de petites améliorations, et parfois la productivité peut être nettement augmentée. Une entreprise qui entend rester compétitive peut difficilement se permettre de rester à l'écart.

Pour les entreprises, l'intelligence artificielle augmente la pression à se réinventer. Cela concerne également des chaînes d'approvisionnement entières et c'est là que SAP entre en jeu. Nous restons convaincus qu'il

est possible de trouver de très bonnes sociétés anonymes à une juste évaluation. Le groupe de logiciels de Walldorf, qui est en train d'opérer une mue radicale et entend se concentrer «sur des domaines de croissance stratégiques centraux», notamment l'intelligence artificielle, en constitue un exemple qui nous convainc depuis de nombreuses années. Le CEO Christian Klein a fait part de l'ambition du groupe de devenir le numéro un de l'IA d'entreprise. A cette fin, il va supprimer 8'000 postes dans le monde entier, que le groupe reconstituera ailleurs.

L'IA ne doit pas seulement être utilisée dans les produits, mais aussi dans la structure opérationnelle de SAP. Ce faisant, l'entreprise de Walldorf espère obtenir des «effets de synergie organisationnels», c'est-à-dire des hausses d'efficacité et des gains de productivité. Selon son plan, cette hausse d'efficacité contribuerait à hauteur de 500 millions d'euros au bénéfice d'exploitation l'année prochaine. Le résultat d'exploitation 2023 était de 6.5 milliards d'euros, car SAP a modifié sa base de calcul. Pour 2024, SAP s'attend à un résultat d'exploitation de 7.6 à 7.9 milliards d'euros, soit une augmentation impressionnante de 17 % à 21 %. En 2025, les 10 milliards d'euros devraient être atteints.

Avec ces chiffres, SAP a dépassé les attentes de la plupart des analystes. Le résultat annuel et l'annonce de la transformation de l'IA ont beaucoup plu aux investisseurs : avec une performance de +15 % en janvier, le cours de l'action du fabricant de logiciels est nettement plus élevé qu'en début d'année. Pourtant, nos ambitions à moyen terme pour ce groupe sont encore loin d'être atteintes.

A l'époque, les fondateurs de SAP avaient quitté un emploi sûr auprès de l'entreprise informatique IBM pour programmer avec force d'innovation le logiciel commercial nécessaire à la gestion en temps réel d'une entreprise. Plus que toute autre entreprise, SAP possède des données issues de tous les secteurs de l'entreprise, de la production aux finances en passant par le personnel. L'IA permet désormais d'optimiser considérablement des étapes essentielles, ce qui est à l'origine de la position de succès stratégique de SAP.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	En Suisse, les poids lourds du SMI ne sont pas les seuls à être pertinents. Il existe un certain nombre de perles, surtout parmi les entreprises de taille moyenne.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	L'Euro Stoxx 50 inclut un certain nombre d'entreprises solides. Les entreprises à forte croissance se trouvent plutôt dans le Stoxx Europe 600.
Actions Etats-Unis	↗	↗	De nombreuses perspectives sombres planent sur le marché boursier américain ; toutefois, les estimations positives sont au moins aussi nombreuses, y compris pour les actions de la tech
Actions Pays émergents	↗	↗	Le Mexique profite de manière supérieure à la moyenne de la démondialisation et du near-shoring de l'industrie américaine sur le continent nord-américain.

Placements alternatifs

Chute des prix de l'énergie



Normalisation des prix du gaz (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

Le processus de normalisation de l'économie mondiale s'accompagne en particulier d'une normalisation des prix de l'énergie, ce qui a un impact considérable sur l'inflation actuelle ainsi que sur les prévisions d'inflation. En Europe, les prix de gros du gaz et de l'électricité sont tombés à 10 % de leurs valeurs maximales. Il est grand temps que les fournisseurs d'énergie répercutent la baisse des prix sur les consommateurs privés et réduisent à nouveau les bénéfices qu'ils ont réalisés de manière monopolistique.

Si les prix ont autant baissé, c'est aussi parce que la demande est en recul. La Suisse en constitue actuellement un bon exemple. Il est probable qu'elle atteindra l'objectif volontaire d'économie de gaz de 15 % (soit environ 4'000 GWh) d'ici fin mars 2024. D'octobre à décembre 2023, près de 71 % de la quantité totale visée a déjà été économisée. La Suisse contribue ainsi solidairement à l'objectif d'économie fixé par les États membres de l'UE afin d'éviter des pénuries d'approvisionnement énergétique en Europe.

Les éléments ayant probablement contribué à la baisse de la consommation de gaz en Suisse sont des températures plus chaudes que la moyenne en octobre et décembre, un niveau de prix encore élevé pour les clients finaux et la prise de conscience de la situation tendue de l'approvisionnement en gaz. De plus, l'évolution conjoncturelle modérée a également fait baisser la demande. En raison de la situation actuelle (le mois de janvier a lui aussi été plus chaud que la moyenne), il n'est en tous les cas pas nécessaire de prendre des mesures d'économie supplémentaires dans le secteur du gaz pour cet hiver.

En ce qui concerne les cotations du pétrole brut, il existe toujours des

facteurs de risque au Proche-Orient (par exemple, des attaques de pétroliers en mer Rouge) qui sont difficiles à prévoir. La mise à jour positive des prévisions de croissance économique mondiale par le Fonds monétaire international pour l'année en cours (+3.1 % désormais, au lieu de +2.9 %) ainsi que d'autres bonnes surprises engendrées par la capacité de résistance de l'économie américaine ont entraîné une légère hausse des prix d'ordre spéculatif.

Ce faisant, on oublie que la croissance économique s'est dissociée de la consommation de pétrole brut. Dans ce cadre, le fait que les gros consommateurs d'énergie, comme la Chine, deviennent de plus en plus efficaces sur le plan énergétique, revêt une grande importance. Cela est également inhérent au fait que les impulsions de croissance se déplacent des investissements d'infrastructure à forte consommation d'énergie vers la consommation plus pauvre en énergie. A cela s'ajoute la forte expansion inattendue de la Chine dans le domaine de la production d'énergie solaire, qui se substitue de manière croissante au charbon, au diesel et à l'essence. Parallèlement, la Chine investit beaucoup dans le développement de son réseau ainsi que dans le contrôle numérique et le stockage de l'énergie.

Il est également intéressant d'observer que les compagnies pétrolières font preuve de réserve à investir dans la production de pétrole en raison des perspectives. Les données et les prévisions ont poussé Saudi Aramco à mettre en veilleuse ses projets actuels d'augmentation de capacité, ce qui laisse entrevoir des perspectives de demande plus faibles. Ce sont des signaux positifs pour l'inflation.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	En janvier, l'indice Bloomberg Commodity est resté inchangé, ce qui signifie qu'il n'y a pas eu d'évolutions de prix pertinentes dans le secteur des matières premières.
Or / Métaux précieux	→	↗→	A 1'762 CHF/once, le prix de l'or se situait à peu près dans la moyenne des prix des derniers mois.
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	↗	↗	L'année 2024 devrait s'avérer intéressante dans le domaine des placements sur le marché privé. De nombreuses opérations de fusions-acquisitions et d'introductions en bourse sont actuellement en cours de préparation.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		31.01.2024	01/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Actions							
SMI	CHF	11'333.4	+1.8%	+1.8%	+3.8%	-16.7%	+20.3%
SPI	CHF	14'774.5	+1.4%	+1.4%	+6.1%	-16.5%	+23.4%
DAX	EUR	16'903.8	+1.4%	+1.4%	+13.1%	-16.3%	+10.4%
CAC 40	EUR	7'656.8	+2.0%	+2.0%	+9.6%	-13.9%	+23.6%
FTSE MIB	EUR	30'744.2	+1.8%	+1.8%	+20.4%	-17.3%	+17.3%
FTSE 100	GBP	7'630.6	+0.7%	+0.7%	-0.3%	-8.8%	+16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'648.4	+3.3%	+3.3%	+12.1%	-16.0%	+16.0%
Dow Jones	USD	38'150.3	+3.7%	+3.7%	+3.5%	-7.7%	+22.2%
S&P 500	USD	4'845.7	+4.1%	+4.1%	+13.1%	-18.5%	+30.6%
Nasdaq Composite	USD	15'164.0	+3.5%	+3.5%	+30.6%	-32.3%	+25.0%
Nikkei 225	JPY	36'286.7	+6.9%	+6.9%	+8.6%	-19.7%	-2.6%
Sensex	INR	71'752.1	+2.0%	+2.0%	+7.4%	-4.8%	+23.2%
MSCI World	USD	3'205.3	+3.6%	+3.6%	+10.8%	-18.5%	+23.7%
MSCI EM	USD	975.8	-2.4%	-2.4%	-2.6%	-21.5%	-1.8%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	154.5	-0.6%	-0.6%	+2.2%	-13.2%	-3.0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.7	-0.4%	-0.4%	+4.2%	-16.7%	-2.0%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	338.8	-0.2%	-0.2%	+8.7%	-13.6%	+1.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	263.6	-0.7%	-0.7%	+4.5%	-18.2%	-2.7%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	175.1	-2.5%	-2.5%	+12.5%	-17.0%	-4.2%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	140.9	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-15.0%	-3.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	180.4	-0.7%	-0.7%	+4.8%	-18.9%	-3.7%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	181.7	0.0%	0.0%	+5.7%	-7.5%	-0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.6	-0.5%	-0.5%	+3.5%	-18.5%	-2.3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	584.6	-0.3%	-0.3%	+8.5%	-13.7%	+4.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	164.5	0.0%	0.0%	+5.9%	-14.1%	-1.2%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	288.7	+0.6%	+0.6%	+9.8%	-10.9%	+3.2%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	56'482.5	+0.3%	+0.3%	+0.8%	+1.0%	-0.6%
Commodity Index	USD	98.6	+2.4%	+2.4%	-20.4%	+15.1%	+30.8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'391.3	+2.2%	+2.2%	+5.4%	-17.3%	+7.6%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.8614	+2.4%	+2.4%	-9.0%	+1.3%	+3.1%
Euro / franc suisse	CHF	0.9319	+0.3%	+0.3%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5858	-1.8%	-1.8%	-15.4%	-11.0%	-7.5%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0929	+2.0%	+2.0%	-4.2%	-9.3%	+1.9%

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 31/01/2024 ; données économiques au 31/01/2024 ; pronostics économiques au 31/01/2024. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.