

Vue de l'Albis vers le Zugerberg et les Alpes, ville de Zoug (photo : Andreas Busslinger)

Légère augmentation des prévisions de croissance

Dans une perspective historique, les marchés des capitaux montrent toujours une faiblesse saisonnière en février. Toutefois, il n'y a eu que peu de signes de faiblesse en février 2024, et l'économie progresse sur tous les continents. Le Fonds monétaire international a relevé ses prévisions de croissance pour l'économie mondiale pour cette année de 2.9 % à 3.1 %. Il a également amélioré les perspectives pour l'année 2025. L'inflation connaît une baisse sensible, ce qui renforce la confiance des consommateurs et la volonté d'investir des entreprises.

Aux États-Unis, on est encore loin de la récession tant redoutée, malgré les effets de plus en plus importants de la politique monétaire super-restrictive. Le taux directeur de 5.5 % est largement supérieur au taux d'inflation et encore plus au potentiel de tendance économique. Cela inquiète certaines banques régionales et certains investisseurs dans

l'immobilier commercial. Pourtant, le marché global ne se laisse toujours pas perturber. De faibles fluctuations et des afflux soutenus en provenance du marché monétaire caractérisent les marchés des actions américains, et les espoirs de baisse des taux directeurs à partir de juin restent intacts.

Les marchés boursiers européens n'ont pas non plus de raisons de faire profil bas. Affichant une belle progression (+7.9 % depuis le début de l'année), l'Euro Stoxx 50 se situe à peu près au même niveau que le S&P500 (+6.8 %). La politique monétaire est moins restrictive et la politique fiscale moins expansive qu'aux États-Unis, où la conjoncture est plus forte. En de nombreux endroits, l'on s'attend à ce que la Banque centrale européenne procède à sa première baisse des taux directeurs avant la Réserve fédérale américaine.

Le mois de février surprend positivement

Aucune faiblesse saisonnière n'a pratiquement été ressentie en février. Au cours de ces dernières années, le mois de février a toujours affiché une performance mensuelle négative. Février 2024 a fait exception, car les actions se sont bien comportées, notamment sur les marchés américains et européens. Le Swiss Market Index (SMI) lié aux actions a légèrement progressé et se situe, avec +2.7 %, clairement en hausse par rapport au début de l'année, mais moins que le MSCI World mondial (+5.3 %).

L'indice obligataire Swiss Bond Index (AAA à BBB Total Return) s'est légèrement amélioré en février, mais reste légèrement inférieur par rapport au début de l'année (-0.3 %). C'est toutefois positif, car à l'échelle mondiale, les rendements obligataires ont été nettement plus négatifs. L'indice mondial des obligations, garanti en francs suisses,

affiche -1.6 %.

Dans la classe de risque défensive 1 (par exemple, Revo1 avec une part élevée d'obligations), le poids des obligations l'a emporté sur la performance des actions et les stratégies sont cotées plus ou moins sans changement depuis le début de l'année. La situation devrait changer, avec les baisses de taux d'intérêt à venir à partir du deuxième/troisième trimestre. Dans la classe de risque «équilibrée» 3 (par exemple Revo3 : +1.5 % et R3 : +1.9 % en février), le rendement global se situait nettement en zone positive, ce qui se traduit par un rendement global appréciable dès le début de l'année.

Une fois de plus, ce sont les classes de risque dynamiques 4 et 5 (par exemple, Revo4 : +2.0 % et Revo5 : +2.5 % en février) qui ont enregistré les plus fortes hausses.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Février 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	+0.3% ↗	+0.2% ↗
Zugerberg Finanz R2	+1.0% ↗	+1.5% ↗
Zugerberg Finanz R3	+1.9% ↗	+2.9% ↗
Zugerberg Finanz R4	+2.2% ↗	+3.2% ↗
Zugerberg Finanz R5	+1.1% ↗	+2.1% ↗
Zugerberg Finanz RDividendes	+1.6% ↗	+2.9% ↗
Zugerberg Finanz Revo1	+0.1% ↗	+0.0% →
Zugerberg Finanz Revo2	+0.8% ↗	+1.3% ↗
Zugerberg Finanz Revo3	+1.5% ↗	+2.1% ↗
Zugerberg Finanz Revo4	+2.0% ↗	+3.3% ↗
Zugerberg Finanz Revo5	+2.4% ↗	+3.9% ↗
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+1.7% ↗	+3.0% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.3% ↘	-3.1% ↘
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.3% ↘	-4.7% ↘
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.4% ↘	-6.2% ↘

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Février 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.3% ↘	-0.6% ↘
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.4% ↗	+0.5% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.8% ↗	+1.3% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+1.3% ↗	+2.3% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+1.5% ↗	+2.2% ↗

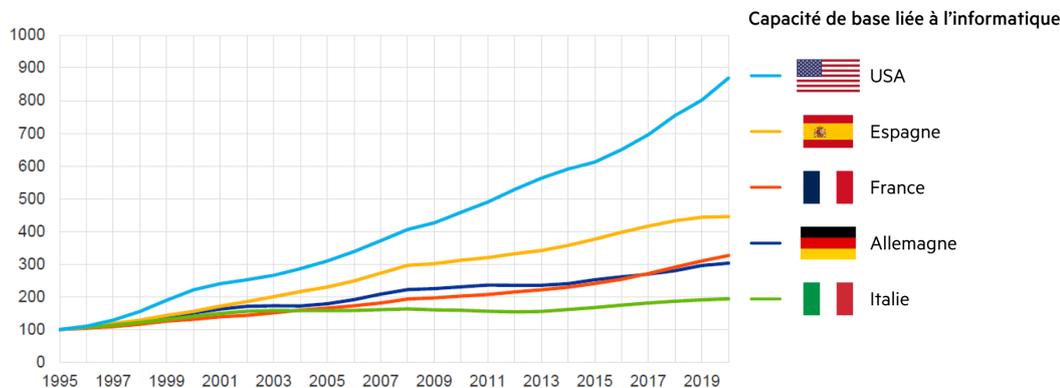
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Février 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.1% ↗	+0.0% →
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.8% ↗	+1.3% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.5% ↗	+2.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+2.0% ↗	+3.3% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+2.4% ↗	+3.9% ↗
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+1.7% ↗	+3.0% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.3% ↘	-3.1% ↘
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.3% ↘	-4.7% ↘
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.4% ↘	-6.2% ↘

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

Macroéconomie

Menaces sur la compétitivité



Différence croissante entre les dépenses informatiques dans la zone euro et aux États-Unis (Source : Isabel Schnabel, BCE, 16 février 2024)

Plus de 30 ans après sa création, l'Union économique et monétaire européenne est largement considérée comme un succès. Les Européens sont de plus en plus nombreux à la soutenir. Pourtant, sa compétitivité est menacée, et de nombreuses entreprises de la zone euro sont en retard : comparées à nombre de leurs concurrents dans le monde, elles investissent moins dans le capital en nature et la recherche et développement, ce qui les rend moins productives.

Afin de permettre aux entreprises européennes de combler leur retard sur le plan technologique, il faudrait supprimer les obstacles restants à la libre circulation des marchandises, des services et des capitaux en Europe. Les entreprises seraient alors à même de se faire concurrence et de prospérer dans un environnement de changements technologiques disruptifs.

L'Europe a derrière elle une longue histoire d'innovation. L'historien de l'économie Tobias Straumann parle de «banane bleue». Aux 16e et 17e siècles, les découvertes de Copernic et de Newton ont marqué un véritable tournant dans le progrès social et scientifique. Aux 18e et 19e siècles, l'essor de l'industrie européenne a jeté les fondations de la société moderne et des améliorations considérables du niveau de vie qui l'ont accompagné.

Après la Seconde Guerre mondiale, l'Europe est redevenue le moteur de croissance de la productivité dans le monde. La productivité du travail par rapport aux États-Unis y a augmenté rapidement. Toutefois, depuis le début du 21e siècle, la croissance de la productivité a subi un ralentissement, et de nombreuses entreprises ne sont jusqu'ici pas parvenues à se rétablir de cette perte de compétitivité. La croissance de la productivité est restée à la traîne, une tendance qui a été encore renforcée récemment par les effets de la pandémie et de la guerre en Ukraine.

Une des principales causes de cette sombre évolution de la productivité réside dans l'échec des entreprises européennes à exploiter les gains d'efficacité rendus possibles par les technologies de l'information et de la communication (TIC). Les investissements dans les TIC ont profondément amélioré l'économie américaine. Du fait des investissements accrus, la croissance annuelle de la productivité dans le secteur des services a augmenté de 3.2 % en moyenne aux États-Unis, contre 0.9 % seulement en Europe.

L'élan de productivité engendré par le boom des TIC pourrait encore s'intensifier grâce à l'intelligence artificielle et à d'autres technologies de pointe. Un coup d'œil aux multinationales américaines actives en Europe permet d'illustrer ce phénomène. Ces entreprises réalisent des gains de productivité nettement supérieurs à ceux de leurs concurrentes européennes nonobstant un cadre réglementaire identique, car elles ne se contentent pas d'investir dans les TIC, mais introduisent en même temps des changements organisationnels complémentaires à l'informatique afin d'exploiter les gains de productivité des technologies numériques.

De telles observations nous amènent également à fixer des exigences aux entreprises avant de les sélectionner pour nos portefeuilles. Certes, à court terme, les bénéfices peuvent être intéressants, mais sur le long terme, il s'agit plutôt d'être capable d'apprendre et de s'adapter afin de gagner en compétitivité grâce à des gains de productivité – dans le secteur de l'industrie comme dans celui des services.

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. La probabilité d'une baisse du taux directeur de 0.25 % à 1.5 % est de 52 %.
Zone euro, Europe	↗	↗	Pour la zone euro, nous tablons sur une croissance du PIB réel de +1.0 % (2024). Pour la Suisse, elle devrait être un peu plus élevée, avec +1.2 %, sans récession.
Etats-Unis	↗	↗	Actuellement, le boom économique se paie au prix fort : 834.2 milliards de dollars de nouvelles dettes au troisième trimestre 2023 pour 334.5 milliards de dollars de croissance - un rapport non durable de 2.5 à 1.
Reste du monde	↗	↗	La Chine doit modifier en profondeur la transition de son économie si elle entend finalement détrôner les États-Unis en tant que première économie mondiale.

Liquidités, devises

La Suisse devrait connaître une croissance plus forte que prévu



Centre commercial «Sihlcity» à Zurich (photo : mise à disposition)

Les prévisions les plus récentes tablent toujours sur un franc suisse particulièrement fort et prévoient donc de fortes pressions sur l'économie suisse. En revanche, nous considérons que la stabilité politique et la disponibilité de main-d'œuvre (hautement) qualifiée sont des caractéristiques exceptionnelles, qui devraient donner un élan supplémentaire à l'économie locale par rapport à la concurrence européenne. L'attractivité de la place économique suisse reste intacte.

Le PIB réel de la Suisse devrait connaître une solide évolution de +1.5 % cette année. Aucune crise de l'électricité et de l'énergie ne s'annonce, pas plus qu'une récession. On peut tabler sur une croissance similaire pour 2025. Si une partie de cette croissance est certainement due à l'immigration nette, le niveau de formation et l'adaptation plus rapide aux TIC que dans les pays voisins y sont également pour quelque chose. La croissance des emplois s'est élevée à +1.7 % l'année dernière, ce qui a permis à la consommation d'augmenter de +2.1 % au total.

Par ailleurs, un élément important est que l'évolution de l'inflation a déjà pu être ramenée dans la fourchette cible en 2023 en raison de la force du franc. Dans l'intervalle, la menace d'effets de second tour est écartée, notamment parce que la BNS devrait ramener son taux directeur au niveau neutre au cours de ses quatre prochaines réunions. Cela assurera une baisse des taux d'intérêt sur le marché monétaire, la stabilité des taux d'intérêt de référence et des loyers, une baisse des charges d'intérêts pour les débiteurs hypothécaires basés sur le modèle Saron

et, par conséquent, une augmentation des revenus librement disponibles des ménages.

L'un des autres éléments favorables cette année est le fait que les prévisions économiques mondiales aient été revues à la hausse. De plus, le franc a perdu un peu de sa vigueur exceptionnelle de longue date au cours des deux premiers mois de l'année 2024. L'euro s'est apprécié de +2.9 % par rapport au franc, pour atteindre 0.96. Le dollar s'est même apprécié de +5.1 % (à 0.88) grâce à des taux d'intérêt nominaux nettement plus élevés et à la diminution des fantasmes de baisse des taux d'intérêt. Résultat, une amélioration immédiate des perspectives non seulement pour la plupart des entreprises suisses, mais surtout pour l'industrie d'exportation à forte intensité de main-d'œuvre et le secteur du tourisme. Les taux d'intérêt plus faibles, qui peuvent déjà être utilisés sur le marché des swaps pour obtenir des conditions avantageuses actuellement, soutiennent l'industrie de la construction, et permettent à l'économie suisse de retrouver le chemin de la croissance à bien des égards.

L'amélioration de l'environnement économique extérieur n'a toutefois pas que des côtés positifs. Ceux qui souhaitent couvrir leurs chiffres d'affaires, revenus ou placements étrangers en francs doivent faire face à des coûts de couverture plus élevés. Désormais, couvrir le dollar coûte 3.9 % par an à l'investisseur en francs. Pour l'euro, ce coût est de 2.4 %.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Les anticipations d'inflation sont à la baisse. L'on peut en outre s'attendre à ce que les placements sur le marché monétaire soient nettement rémunérés à la baisse au cours de l'année 2024.
Euro / Franc suisse	↗→	↗→	Cette année, l'on peut s'attendre à ce que le renforcement de l'euro se poursuive. Cette situation est avantageuse pour la majorité des entreprises suisses.
Dollar américain / Franc suisse	↗↘	↘	Les signaux macroéconomiques en provenance des États-Unis sont difficiles à interpréter. Pourtant, les bénéfices des entreprises du S&P 500 continuent à augmenter.
Euro / Dollar américain	↗	↗	La zone euro s'apprête à vivre une phase de changement structurel accéléré. Pourtant, l'Allemagne reste pour l'instant la troisième plus grande économie du monde.

Obligations

Poursuite de la correction des rendements obligataires

		Fin 2023	29 février 2024	Différence
USA		3.8 %	4.2 %	+0.4 %
Allemagne		1.9 %	2.4 %	+0.5 %
Italie		3.5 %	3.8 %	+0.3 %
Grande-Bretagne		3.4 %	4.1 %	+0.7 %
Suisse		0.6 %	0.7 %	+0.1 %

Évolution du rendement des obligations d'État à 10 ans depuis le début de l'année (Source : Bloomberg Finance LP | graphique : Zugerberg Finanz)

En février 2024, les rendements des emprunts d'État à dix ans ont continué à augmenter. Ils sont environ de 30 à 70 points de base plus élevés qu'au début de l'année. Seule la Suisse, îlot de stabilité, n'a guère ressenti cette hausse. L'augmentation des rendements a entraîné une baisse sensible des cours des obligations. Toutefois, nous sommes convaincus que des baisses de taux d'intérêt auront lieu cette année en raison des taux d'inflation modérés, même si dans une étendue moindre que prévu.

Sur le plan de la politique monétaire, la Suisse est un îlot de félicité. Avec un faible taux d'inflation de +1.3 % par rapport à l'année précédente, l'inflation est revenue depuis longtemps dans la fourchette cible de la Banque nationale suisse (BNS). Les prévisions en la matière se maintiennent également dans un cadre modéré. Bien que la reprise économique soit perceptible, elle n'a aucun effet inflationniste, raison pour laquelle la BNS devrait s'écarter prochainement de son cours fortement restrictif au taux directeur élevé de +1.75 %.

Désormais, la question centrale est de savoir si elle le fera lors de l'examen de la situation économique et monétaire du 21 mars ou lors de celui du 20 juin. L'attente générale du marché est que la BNS procède à trois baisses du taux directeur d'ici la fin de l'année et qu'elle le reporte de +1.75 % au niveau neutre de la politique monétaire de +1.0 %. Il ne s'agit en aucun cas d'une spéculation. Les opérations de prêt interbancaires (marché Swaps) anticipent déjà ces baisses par étapes des taux d'intérêt. Par conséquent, il est déjà possible aujourd'hui de conclure des hypothèques fixes à des taux d'intérêt nettement inférieurs à ceux des crédits SARON basés sur le marché monétaire.

En revanche, les contrats à terme sur taux d'intérêt à l'étranger se sont distingués assez nettement de ceux de la Suisse. Ils ont à nouveau augmenté au mois de février, après que l'inflation CPI aux États-Unis, exposée aux changements météorologiques et fortement marquée par le froid de janvier, ait largement dépassé les attentes du consensus. Conformément aux prévisions, la hausse de l'inflation PCE, plus suivie par la Fed et basée sur les dépenses effectives des consommateurs, est restée en berne avec +2.8 % par rapport à l'année précédente. Cela a entraîné à la fin du mois une accalmie sur des marchés obligataires nerveux et inhabituellement volatils.

Les marchés tablent toutefois avec une plus grande probabilité sur le fait que l'inflation reste au-dessus de l'objectif de la Fed de 2 % pendant encore quelques mois. Pour certains, le fait que l'essentiel de la hausse des prix à la consommation soit imputable aux services (hors logement) a été source d'inquiétude. En effet, cela indique que la demande reste suffisamment forte pour permettre aux entreprises de continuer à augmenter leurs marges bénéficiaires. A l'inverse, les niveaux d'inflation actuels ont entraîné des révisions à la hausse des bénéfices sur les marchés des actions et de nouveaux records pour les indices (S&P 500, Nasdaq, Euro Stoxx 50, DAX, Nikkei).

Comme par le passé, la baisse conséquente devrait non seulement concerner les taux directeurs, mais aussi les rendements des emprunts d'État à long terme (en USD et en EUR) au cours de l'année. C'est pourquoi nous estimons que le rapport risque/rendement actuel de nos solutions obligataires est intéressant, surtout dans l'hypothèse d'un ralentissement de la croissance de l'économie américaine.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→↗	↗	La dette publique des États-Unis a augmenté massivement ces dernières années, alors que la dette européenne a stagné en termes réels.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Récemment, de nombreuses entreprises ont eu recours au marché des capitaux, parfois dans des proportions records, pour obtenir la capacité financière nécessaire à leurs transactions de fusions et acquisitions.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Jusqu'à ici en cours d'année, les meilleurs rendements ont été obtenus avec les obligations européennes à haut rendement et hybrides. Notre clientèle en a profité.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Une position centrale dans le portefeuille



(Photo : LR Health & Beauty Systems GmbH)

Les obligations devraient rester une position clé au sein d'un portefeuille. En période de crise économique, le Zugerberg Income Fund (ZIF), avec son rating moyen élevé, joue un rôle de tampon important. Le mois dernier, il a toutefois souffert de la conjoncture émergente, qui a fait grimper les rendements de référence. Le Credit Opportunities Fund (COF), axé sur les primes de risque de crédit, en a d'autant plus profité et se situe, après deux mois, nettement en hausse, avec +1.7 %.

Au mois de février, le ZIF, sensible aux taux d'intérêt, a réalisé un rendement de -1.1 % avec ses 291 obligations, ce qui est légèrement inférieur au Swiss Bond Index, contrairement au mois précédent. L'indice mondial des obligations (garanti en francs suisses) a perdu davantage de terrain avec -1.1 % en février et enregistre -1.6 % depuis le début de l'année. Au cours des deux premiers mois de l'année, l'amélioration de la conjoncture économique et ainsi, les perspectives de baisses des taux d'intérêt moins importantes que prévu ont exercé une forte pression sur les marchés obligataires. Nous considérons que cette pression va s'affaiblir au cours de ces prochaines semaines.

Alors qu'au début de l'année, le consensus prévoyait encore une baisse des taux d'intérêt de la Fed jusqu'en mars 2024, plusieurs commentateurs et exposés de membres du Comité de l'open market de la Fed à l'issue de la réunion de janvier ont laissé entendre qu'une baisse était hautement improbable à court terme. Les marchés estiment désormais que la probabilité que la Fed baisse ses taux en juin n'est plus que de 64 %, en raison de la robustesse de la croissance de l'économie américaine et que le taux directeur de la Fed sera de 4.5 % à la fin de l'année 2024. Cela implique qu'il y aura trois baisses des taux directeurs.

La hausse limitée des rendements des obligations de référence à long

terme reflète avec une forte probabilité le fait que les marchés continuent à intégrer les baisses de taux d'intérêt, même si plus tard en cours d'année et jusqu'en 2025 et 2026. C'est la raison pour laquelle les actifs à risque ont relativement bien résisté. En février, l'ensemble des marchés boursiers ont progressé. Sur les marchés du crédit, les primes de risque (les «spreads») ont continué à bien tenir : par rapport au début de l'année, les spreads ont légèrement reculé dans le segment américain de l'investment grade, ainsi que dans le segment européen. Un élément plus frappant a été le recul de l'iTraxx Crossover européen et des obligations hybrides, qui entrent en partie dans le COF avec ses 173 obligations.

La surperformance du COF cette année s'explique en partie par la sélection, et en partie par les segments de marché sous-jacents. Les segments High Yield» ainsi que «emprunts financiers subordonnés» et les emprunts du secteur immobilier ont connu une évolution supérieure à la moyenne et ont contribué dans une mesure très importante à ce résultat.

Au sien du COF, la sensibilité aux taux d'intérêt est sensiblement plus faible que dans le ZIF. En revanche, le COF contient des obligations d'entreprises dont la notation est en moyenne plus faible. Cela signifie à l'inverse qu'il convient d'être d'autant plus vigilant lors de la sélection. Une nouvelle obligation que nous avons intégrée au portefeuille est la société allemande LR Health & Beauty, qui fait partie du fameux portefeuille Quadriga Private Equity. Leurs produits, comme l'aloë vera, font partie du quotidien des ménages allemands et jouissent d'un grand succès, en particulier auprès des groupes de population plus jeunes, qui ont des affinités avec le numérique.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+1.2 %	+1.6 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-9.5 % (-1.7 %)	+27.2 % (+2.2 %)
Quantité de mois de performance positive :	51 %	67 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	123 BP (-9 PB)	516 BP (-29 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

Stabilisation des loyers



Immeubles d'habitation à Zurich (photo : mise à disposition)

La perspective d'une baisse des taux directeurs par la Banque nationale suisse s'accompagne également d'une amélioration des perspectives pour les locataires. Cependant, le marché immobilier suisse est confronté à d'autres soucis. La période entre la demande de permis de construire et le début des travaux a augmenté de deux tiers au cours des douze dernières années, ce qui a un coût et réduit l'offre de logements.

Après une phase d'évolution modérée des prix sur les marchés de l'immobilier d'habitation, il convient de s'attendre à moyen terme à une nouvelle hausse des prix, principalement dans les segments inférieurs et moyens, d'après l'expert immobilier FPRE qui évalue les perspectives cycliques. Cela concerne également les immeubles de rendement, car ceux-ci profitent parallèlement de la légère augmentation des revenus locatifs et de la baisse des coûts de refinancement.

La Suisse est un pays de locataires. Seule une minorité de personnes est en mesure de financer la propriété du logement. C'est pourquoi l'offre revêt d'autant plus d'importance, à plus forte raison car l'immigration nette se poursuit. En 2022, le solde migratoire était de +80'000 personnes, l'année dernière d'environ +100'000. Cela engendre, surtout en Suisse alémanique, un marché du logement locatif de plus en plus limité. Si la volonté de construire existe en principe, le processus d'approbation des demandes de permis se caractérise par sa lenteur. La période entre la demande de permis de construire et le début des travaux a augmenté de deux tiers au cours des douze dernières années.

L'un des plus grands maîtres d'ouvrage en Suisse est Swiss Life. Le responsable des investissements Stefan Mächler se réjouit des avantages de l'immobilier : «Actuellement, les investissements immobiliers en Suisse ont deux principaux avantages. D'une part, la protection

contre l'inflation pour l'immobilier commercial et, d'autre part, la protection des intérêts grâce au taux d'intérêt de référence pour l'immobilier résidentiel». Il existe toutefois selon lui des obstacles croissants :

«Aujourd'hui, nous parlons de périodes de 100 à 500 jours [entre la demande de permis de construire et le début des travaux]. Cela a un coût et ne permet pas d'obtenir un nouveau logement. Un facteur important sur ce point est le nombre croissant de recours. Avec moins d'activités de construction dans la campagne et davantage de densification, le nombre de recours a également augmenté. Si on nous en donnait la possibilité, nous pourrions construire jusqu'à 1'000 logements par an. Cette année, ce sera plusieurs centaines».

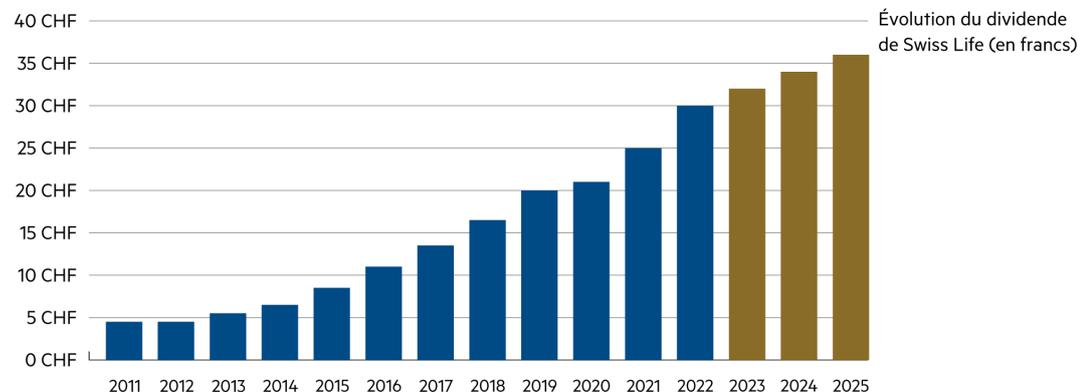
Il est intéressant de constater que les prix des appartements en copropriété ont à nouveau clairement augmenté ces derniers temps (2023 : +3.4 %) – davantage dans les régions de montagne facilement accessibles que dans les grandes villes et leurs agglomérations. Cela s'explique probablement par la possibilité croissante de travailler en «home office». Pour les maisons individuelles, la croissance s'est avérée plus faible (+2.4 %). La baisse des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires, qui soutiendra la demande, constitue certainement une aide.

Les hypothèques à taux fixe sur plusieurs années sont déjà à nouveau disponibles à des taux parfois nettement inférieurs à 2.0 %. C'est pourquoi, c'est sans surprise que l'Office fédéral du logement a annoncé le 1er mars 2024 un niveau inchangé de 1.75 % comme taux d'intérêt de référence hypothécaire. Le taux d'intérêt sous-jacent moyen devrait peu évoluer dans le courant de l'année, car les hypothèques contractées sur le marché monétaire, largement répandues, devraient devenir plus avantageuses de 0.25 % à partir du milieu de l'année et de 0.75 % sur une année.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→↗	↗	Pour les logements privés, les prix continuent de grimper en 2024. Au cours des 12 derniers mois, les prix de ces logements ont augmenté de +2.9 %, le plus fortement dans les régions de montagne.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	La situation sur le marché des bureaux reste tendue et il ne faut guère s'attendre à des impulsions notables de la demande. Les loyers du marché restent stables.
Fonds immobiliers CH	↗	↗	Grâce à la diminution du taux d'intérêt, à la stabilité des rendements de distribution et à l'augmentation des revenus locatifs, l'attractivité des fonds immobiliers suisses est en augmentation.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Pour les entreprises d'infrastructure clairvoyantes comme Flughafen Zürich et son offre intégrale, les perspectives vont s'améliorer au cours de l'année 2024.

Actions

Un record de dividendes au printemps 2024



Évolution du dividende de Swiss Life ; estimations de 2023 à 2025 (Source : Bloomberg Finance LP | graphique : Zugerberg Finanz)

Au printemps 2024, les distributions de dividendes atteindront des niveaux records. Ce sont notamment les mandats qui disposent d'une large quote-part d'actions qui en bénéficieront le plus. Naturellement, la stratégie «Dividendes» est la plus concernée. Depuis que nous avons établi cette stratégie il y a cinq ans, le flux de dividendes a augmenté chaque printemps en comparaison avec l'année précédente. Près de 80 % des actions qui figurent dans notre portefeuille de dividendes connaîtront une augmentation de leur dividende au printemps 2024.

Un exemple typique d'une solide performance des actions dans le portefeuille de dividendes est Swiss Life (+10 % depuis le début de l'année), une société d'assurance avec un Asset Management fort dans le domaine de l'immobilier. La société gère des biens immobiliers d'une valeur de près de cent milliards de francs pour des tiers, ce qui génère des revenus grâce aux frais correspondants et stabilise la situation bénéficiaire. Il y a dix ans, la distribution par action était encore de 5.50 francs. Au printemps dernier, la distribution a atteint 30 francs et en mai 2024, ce sera encore un peu plus.

Rien qu'au cours des cinq dernières années, Swiss Life a vu son dividende croître de 17.3 %. La capacité de la holding à verser des dividendes lui permettra de poursuivre sa croissance à l'avenir également. Cela a convaincu les investisseurs et fait passer le cours d'environ 200 francs (2014) à 640 francs (2024). Même à son niveau actuel, le rendement sur dividende de près de 5 % est attractif.

Le réassureur Swiss Re (+13 %), qui se négocie encore actuellement avec une décote par rapport à ses concurrents, procède également à une augmentation du dividende. Son dividende d'environ 6 francs par action (d'une valeur de 100 francs actuellement) correspond à un rende-

ment sur dividende de 6 %. En 2023, Swiss Re a réalisé un bénéfice annuel de près de 3 milliards de francs, et elle dispose d'un coussin de capital confortable. Il est vrai que les hypothèses de sinistres ont dû être revues à la hausse pour l'année 2024. Toutefois, une augmentation des prix de 9 % en moyenne a pu être mise en œuvre. Parallèlement, le volume des primes a également augmenté de 9 %.

En tous les cas, il n'est pas trop tard pour intégrer des titres à forts dividendes au portefeuille. On les trouve aussi bien dans la classe d'actifs la moins risquée que dans les solutions plus risquées. Souvent, ce n'est pas le montant du dividende, mais la qualité du modèle d'entreprise sous-jacent, à savoir la capacité de générer une croissance des revenus aussi indépendante que possible de la conjoncture, qui permet d'augmenter le rendement du dividende.

Néanmoins, il existe des exceptions à cette règle. Dans le secteur de la tech américaine, il est inhabituel de distribuer des dividendes. Les liquidités excédentaires sont investies dans des programmes de rachat d'actions.

Dans les entreprises qui, comme Sika (-7 % depuis le début de l'année, avec ainsi un clair potentiel de reprise), gagnent constamment des parts de marché et doivent surmonter des acquisitions, le rendement sur dividende est plutôt bas. Celui de Sika est de 1.3 %. Dans ce cas, il importe en priorité de réduire le plus rapidement possible la charge financière des acquisitions – celle de MBCC a coûté 5.5 milliards de francs – et de renforcer le bilan. Lors de la dernière conférence de presse de l'entreprise, son CEO Thomas Hasler a chiffré le marché global de Sika à 110 milliards de francs. Certes, Sika détient déjà 11 % de parts de marché. Il reste donc 89 % à conquérir, a déclaré Hasler avec un clin d'œil.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	En Suisse, les poids lourds Roche et Nestlé (-5 % et -6 %) ont eu un impact très négatif sur l'indice boursier au cours des deux premiers mois.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	L'Euro Stoxx 50 (+7.9 % depuis le début de l'année) incarne l'amélioration étonnamment forte des indicateurs macro de la zone euro.
Actions Etats-Unis	↗	↗	Nous avons allégé les positions d'Apple et établi celles d'Amazon. Le spécialiste de la vente en ligne et du Cloud a également fait son entrée au Dow Jones.
Actions Pays émergents	↗	↗	La croissance indienne est encore plus forte que prévu. Actuellement, des augmentations du PIB réel de +7.5 % ne sont pas inhabituelles. Certains États du pays connaissent une croissance encore plus forte.

Placements alternatifs

Des entrées en bourse se préparent

Les mois et trimestres à venir se caractériseront par une série d'entrées en bourse. De nombreux gestionnaires du marché privé profitent des bonnes conditions du marché pour céder une partie de leurs participations. En Suisse, c'est notamment l'entreprise de télécommunications Sunrise qui prépare son entrée en bourse. Le fabricant à la commande bâlois Corden Pharma, propriété de la société du marché privé française Astorg, a également toutes les qualités requises pour entrer en bourse, à l'instar de l'horloger de luxe Breitling, qui fait partie du portefeuille de Partners Group.

Dans le monde entier, une nette tendance se dégage : le nombre d'entreprises cotées en bourse est en diminution. Certaines se sont volontairement retirées de la bourse. En Suisse, Hilti et Bucherer font partie des exemples les plus marquants. Cette dernière a été reprise plus tard par la fondation Rolex. Mais les rachats (qu'ils soient occasionnés par la crise pour le Crédit Suisse, ou par la croissance, comme récemment pour Aluflexpack) qui ont pour effet de restreindre l'offre sont encore plus fréquents.

Pour une société, le principal motif d'entrer en bourse réside dans l'augmentation de son niveau de notoriété, ce qui peut procurer de grands avantages sur les marchés de distribution – s'agissant de la concurrence pour une nouvelle clientèle – ainsi que sur les marchés d'approvisionnement – s'agissant de la concurrence pour des employés qualifiés. C'est certainement le cas pour la partie américaine de Holcim qui fera l'objet de la scission et entrera directement au S&P 500, l'indice boursier le plus important au monde. Des entreprises industrielles comme l'entreprise de l'Oberland zurichois Mettler-Toledo ou, plus récemment, le fabricant allemand de chaussures Birkenstock, sont entrées en bourse à New York. Au vu de sa capitalisation boursière, Mettler-Toledo aurait sa place au SMI, mais l'on a privilégié le nombre d'analystes et d'investisseurs que l'on peut trouver à la bourse la plus liquide du monde. Bien que le fabricant suisse de chaussures de sport On ait son quartier général, y compris son principal magasin, à 200 mètres seulement de la bourse suisse SIX, le groupe qui compte parmi

les plus grands équipementiers sportifs du monde se sent toutefois plus à l'aise aux États-Unis. En outre, il y réalise plus de 60 % de son chiffre d'affaires (2022).

Une cotation est perçue comme un label de qualité et améliore les échanges avec de nombreux intervenants du marché. Selon une étude de la Haute école de Lucerne, le motif de l'obtention de fonds propres pour s'introduire en bourse a perdu de son importance au cours des dix dernières années. Cela est certainement dû à l'environnement de taux d'intérêt faibles de 2015 à 2022, qui a permis de financer des capitaux étrangers à des prix extrêmement bas. Néanmoins, l'acquisition de fonds propres reste le deuxième motif le plus important. Cela vaut en particulier pour les entreprises dont le propriétaire est un acteur du marché privé, comme Selecta, Swissport et Gategroup. L'introduction en bourse permet d'obtenir des fonds propres, souvent de réorganiser les rapports entre dettes et capitaux propres et de restructurer le bilan. Dans un contexte de baisse des taux d'intérêt des capitaux étrangers, de croissance de l'économie mondiale et de faible volatilité des marchés boursiers, on devrait assister à une série d'entrées en bourse dans les mois et trimestres à venir.

Toutefois, certaines entrées en bourse seront anticipées par un groupe qui rachètera la totalité de l'entreprise avant de l'introduire en bourse. Partners Group possède plusieurs entreprises qui, en raison de leur dimension, seraient adaptées à une introduction en bourse. Parmi elles, on trouve par exemple le prestataire de services immobiliers Techem, connu pour ses activités de relevés de consommation de chaleur et d'eau dans les immeubles d'habitation et qui calcule sur cette base les coûts pour les différents ménages. Cette société fondée il y a plus de 70 ans, gère aujourd'hui quelque 53 millions de dispositifs de mesure et joue un rôle essentiel pour ancrer dans la responsabilité individuelle la tendance à long terme en matière d'efficacité énergétique. Elle gère également un nombre croissant de stations de recharge pour voitures électriques dans les immeubles d'habitation, afin d'y ventiler également la consommation par utilisateur.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	En raison du progrès technique, l'on a de moins en moins besoin de matières premières. Par conséquent, les prix des matières premières connaissent une tendance structurelle à la baisse.
Or / Métaux précieux	↗	↗	Avec 1'810 CHF/once (+4.6 % depuis le début de l'année), le prix de l'or ne progresse qu'à un dixième de celui du bitcoin. La capitalisation de ce dernier représente 10 % de celle de l'or.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	En 2024, le marché de niche des ILS et des obligations d'assurance subordonnées restera attractif, soutenu par un certain nombre de facteurs intéressants.
Private Equity	↗	↗	L'année 2024 devrait s'avérer intéressante dans le domaine des placements sur le marché privé. Cela vaut autant pour les gestionnaires du marché privé que pour les investisseurs du marché privé.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		29.02.2024	02/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Actions							
SMI	CHF	11'438.9	+0.9%	+2.7%	+3.8%	-16.7%	+20.3%
SPI	CHF	14'857.7	+0.6%	+2.0%	+6.1%	-16.5%	+23.4%
DAX	EUR	17'678.2	+7.0%	+8.5%	+13.1%	-16.3%	+10.4%
CAC 40	EUR	7'927.4	+6.0%	+8.1%	+9.6%	-13.9%	+23.6%
FTSE MIB	EUR	32'580.9	+8.5%	+10.4%	+20.4%	-17.3%	+17.3%
FTSE 100	GBP	7'630.0	+2.0%	+2.7%	-0.3%	-8.8%	+16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'877.8	+7.4%	+10.9%	+12.1%	-16.0%	+16.0%
Dow Jones	USD	38'996.4	+5.1%	+9.0%	+3.5%	-7.7%	+22.2%
S&P 500	USD	5'096.3	+8.1%	+12.5%	+13.1%	-18.5%	+30.6%
Nasdaq Composite	USD	16'091.9	+9.1%	+12.9%	+30.6%	-32.3%	+25.0%
Nikkei 225	JPY	39'166.2	+8.3%	+15.8%	+8.6%	-19.7%	-2.6%
Sensex	INR	72'500.3	+4.0%	+6.1%	+7.4%	-4.8%	+23.2%
MSCI World	USD	3'337.2	+7.0%	+10.9%	+10.8%	-18.5%	+23.7%
MSCI EM	USD	1'020.9	+7.6%	+5.0%	-2.6%	-21.5%	-1.8%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.2	-0.8%	-1.4%	+2.2%	-13.2%	-3.0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.0	-1.5%	-1.8%	+4.2%	-16.7%	-2.0%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	340.8	+0.6%	+0.4%	+8.7%	-13.6%	+1.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	263.7	+0.0%	-0.7%	+4.5%	-18.2%	-2.7%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	176.4	+0.7%	-1.8%	+12.5%	-17.0%	-4.2%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	138.5	-1.7%	-2.3%	-0.5%	-15.0%	-3.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	177.8	-1.4%	-2.1%	+4.8%	-18.9%	-3.7%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	182.0	+0.2%	+0.2%	+5.7%	-7.5%	-0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.0	-1.9%	-2.4%	+3.5%	-18.5%	-2.3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	584.3	0.0%	-0.4%	+8.5%	-13.7%	+4.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	162.7	-1.1%	-1.2%	+5.9%	-14.1%	-1.2%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	289.1	+0.2%	+0.7%	+9.8%	-10.9%	+3.2%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	58'133.2	+2.9%	+3.3%	+0.8%	+1.0%	-0.6%
Commodity Index	USD	96.7	+0.9%	+3.2%	-20.4%	+15.1%	+30.8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'404.8	+0.6%	+2.8%	+5.4%	-17.3%	+7.6%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.8845	+2.7%	+5.1%	-9.0%	+1.3%	+3.1%
Euro / franc suisse	CHF	0.9557	+2.6%	+2.9%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5893	+0.6%	-1.2%	-15.4%	-11.0%	-7.5%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1167	+2.2%	+4.2%	-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 29/02/2024 ; données économiques au 29/02/2024 ; pronostics économiques au 29/02/2024. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.