



Champs de colza près de Niederwil, Cham (Photo : Andreas Busslinger)

La tendance de base de la résilience

Les marchés restent surpris par la tendance de base de la résilience. Ces derniers temps, les données macroéconomiques sont tout sauf irrécupérables, mais assez fortes pour secouer les marchés obligataires. Les rendements des emprunts d'État à dix ans ont massivement augmenté le mois dernier. Aux États-Unis, la hausse de 4.3 % à 4.7 % a également engendré des fluctuations considérables sur les marchés des actions. En Europe, les fluctuations ont été moins fortes, tant pour les obligations que pour les actions.

Dans le monde entier, les perspectives de croissance se sont renforcées. La récente reprise dans l'industrie frappe particulièrement. À cet égard, il est surprenant que les données sur l'inflation en Europe (et en Suisse) se soient avérées conformes aux objectifs des banques centrales. Si l'on considère la situation d'il y a 18 mois, force est de constater que, bien que l'inflation soit désormais maîtrisée, la victoire n'est pas encore remportée partout.

Aux États-Unis, s'il est vrai que la croissance a été modérée au premier

trimestre 2024, encore quelques mois seront vraisemblablement nécessaires pour que l'inflation retombe à l'objectif de « 2 % en moyenne », en particulier dans le secteur des services. Cependant, tant la Banque centrale européenne que la Réserve fédérale américaine ensuite suivront l'exemple suisse et commenceront à abaisser leurs taux directeurs dans le courant de cette année. Outre les défis géopolitiques persistants, le principal risque pour l'avenir sera à nos yeux celui de la dette publique.

Sur la base en particulier des rapports trimestriels encourageants publiés récemment, nous considérons que le moral restera constructif dans le monde entier au cours des semaines et des mois à venir, et que les placements à risque résisteront aux défis géopolitiques. Tant la volatilité implicite que la volatilité réalisée devraient rester légèrement plus élevées, comme en avril. Il y a de moins en moins de raisons valables d'être absent et de faire preuve de scepticisme quant aux nombreuses opportunités sur le marché des capitaux.

Les marchés des actions ont fortement souffert en avril

Le Swiss Market Index (SMI) lié aux actions, s'est distingué en avril (-4.0 %) en raison du résultat le plus faible de ses 35 ans d'histoire. Ce n'est qu'en avril 2010 (-3.7 %) que la performance mensuelle a été aussi mauvaise qu'en avril 2024. Les baisses corrigées des dividendes d'actions telles que Zurich (-3 %), Roche (-4 %), Swisscom (-5 %) et Partners Group (-8 %) ont pesé lourd dans la balance. L'indice mondial des obligations a continué à pâtir de la hausse des rendements obligataires et a terminé le mois d'avril à -2.9 % (depuis le début de l'année), soit une baisse de 14 % par rapport à il y a trois ans.

Dans la classe de risque défensive 1 (par exemple, Revo1 avec une part élevée d'obligations), nous avons glissé légèrement en zone négative, ce qui peut être attribué presque exclusivement à la contribution des obligations. Dans la classe de risque équilibrée 3 (par exemple, Revo3 avec +3.8 %, et R3 avec +4.7 % depuis le début de l'année), il est toujours réjouissant de constater que le rendement global se situe claire-

ment en dessus du SMI et de sa faible performance de 1.1 %.

Les classes de risque dynamiques 4 et 5 (par exemple Revo4 avec +5.4 % et R4 avec +5.6 % chacune) occupent une bonne place dans la course. L'évolution du très populaire Revo5, avec +6.4 %, est légèrement supérieure à la performance des solutions de dividendes (RevoDividendes avec +5.7 % et RDividendes avec +6.2 %).

D'une manière générale, il reste à souligner que les rendements des solutions de libre passage sont pratiquement identiques à ceux de la fortune libre. Dans ce cadre, près de 15 % du volume de placement dans la solution de libre passage sont parqués dans des fondations de placement à fluctuation faible et négociables mensuellement, comme c'est traditionnellement le cas avec les stratégies de placement similaires à celles des caisses de pension. Cela a par exemple pour conséquence que la solution à faible risque FZ R1 affiche un résultat légèrement positif de +0.4 %.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Avril 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	-2.2% ↓	-0.2% ↓
Zugerberg Finanz R2	-1.9% ↓	+2.1% ↑
Zugerberg Finanz R3	-1.4% ↓	+4.7% ↑
Zugerberg Finanz R4	-1.1% ↓	+5.6% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.6% ↓	+5.7% ↑
Zugerberg Finanz RDividendes	-1.5% ↓	+6.2% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-1.8% ↓	-0.4% ↓
Zugerberg Finanz Revo2	-1.5% ↓	+1.9% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-1.2% ↓	+3.8% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-1.2% ↓	+5.4% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-1.2% ↓	+6.4% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-1.7% ↓	+5.7% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.5% ↓	-0.5% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.6% ↓	-1.4% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.7% ↓	-2.5% ↓

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Avril 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-1.9% ↓	-1.4% ↓
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-1.6% ↓	+0.4% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-1.3% ↓	+1.9% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-1.0% ↓	+3.7% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-1.1% ↓	+3.8% ↑

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Avril 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-1.8% ↓	-0.4% ↓
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-1.5% ↓	+1.9% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-1.2% ↓	+3.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.2% ↓	+5.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-1.2% ↓	+6.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-1.7% ↓	+5.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.5% ↓	-0.5% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.6% ↓	-1.4% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.7% ↓	-2.5% ↓

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

Macroéconomie

Lueurs d'espoir conjoncturelles en Europe

Les indicateurs avancés esquissent pour l'Europe une reprise durable de l'économie, qui devrait s'accélérer l'année prochaine. Le creux de la vague conjoncturelle a pu être dépassé sans qu'une récession se produise. En revanche, la dynamique conjoncturelle semble retomber aux États-Unis. La dernière estimation relative au premier trimestre (+1.6 % de croissance du PIB) était étonnamment basse.

D'après les estimations de la Bundesbank, l'économie allemande devrait avoir évité une récession hivernale grâce à une reprise de l'industrie manufacturière, à une hausse des exportations et à une importante augmentation des activités de construction en début d'année. La baisse des taux d'intérêt et des coûts de financement ainsi que les prix plus avantageux de l'énergie engendrent déjà une hausse des prix des logements. Les investissements sont de retour.

Outre l'Allemagne, il reste positif d'observer à quel point la consommation continue à profiter des marchés du travail généralement tendus dans toutes les économies de l'OCDE. Depuis la dernière publication de l'indicateur, le taux de chômage a légèrement augmenté au Japon, au Royaume-Uni, au Canada – où la croissance de la population reste supérieure à la création de postes de travail – et en Australie, tandis qu'il a baissé aux États-Unis.

Dans ce dernier pays, la croissance économique a toutefois connu un ralentissement perceptible par rapport au rythme de +4.1 % enregistré au second semestre de l'année dernière. Malgré des taux d'intérêt élevés, la nette augmentation des investissements dans la construction de logements est évidente. Quant à la production automobile, elle a dépassé son niveau d'avant la pandémie. La construction d'usines, qui bat tous les records (« re-shoring »), favorise également la reprise dans le secteur manufacturier. Pour la suite, nous nous attendons à un ralentissement de la croissance du PIB à un rythme toujours solide, légèrement supérieur à 2 % sur une base annuelle, qui reflète également la

hausse de l'immigration, la vigueur persistante des revenus personnels réels et l'élan conféré par l'amélioration des conditions financières.

Dans la zone euro, le taux d'épargne reste supérieur à son niveau d'avant la pandémie, mais inférieur à celui des États-Unis. Cela indique que la forte tendance à l'épargne des ménages européens est imputable en grande partie à une baisse du patrimoine financier, à des taux de dépôt historiquement attrayants ainsi qu'à des raisons de prudence. Toutefois, nous considérons qu'avec la reprise économique, une baisse du taux d'épargne européen jusqu'à fin 2024 soutiendra la croissance de la consommation européenne.




Dans la majeure partie des pays européens, la baisse des taux d'inflation, la bonne santé du marché du travail et la croissance toujours solide des salaires soutiennent la croissance des revenus réels. Les données fondamentales sont également soutenues par de faibles ratios de service de la dette dans la zone euro. En dépit d'une péjoration généralisée de l'accès au logement, les prix des logements et l'activité économique ont mieux résisté que ce que l'on redoutait en 2023 et au début de 2024. La baisse des prix des logements appartient désormais au passé et la croissance des dettes hypothécaires semble avoir atteint son point le plus bas.

Depuis le début de l'année, les prix des matières premières, et notamment du pétrole, ont augmenté, ce qui porte à se demander si cette hausse pourrait entraîner une accélération de l'inflation et une poursuite de la politique monétaire restrictive. La hausse des prix du pétrole (+14 % depuis le début de l'année) devrait faire grimper l'inflation globale mondiale d'environ 40 points de base en comparaison annuelle en 2024, mais il est peu probable qu'elle fasse augmenter l'inflation sous-jacente. C'est pourquoi les effets de la hausse des prix du pétrole sur l'inflation, la croissance et la politique monétaire dans les principales économies demeurent limités.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	L'évolution du marché du travail a eu pour conséquence un taux de chômage faible. Cela engendre un excédent de recettes de 2.76 milliards de francs pour l'assurance-chômage.
Zone euro, Europe	↗	↗	L'indice macroéconomique « Surprise » est clairement positif. C'est pourquoi la croissance du PIB réel dans la zone euro devrait être étonnamment bonne.
Etats-Unis	↗	↗	La croissance du PIB a connu un net ralentissement entre le quatrième trimestre 2023 (+3.4 %) et le premier trimestre 2024 (+1.6 %). La politique monétaire rigoureuse laisse des traces.
Reste du monde	↗	↗	Sur les marchés émergents asiatiques, notamment en Inde, nous pourrions observer une activité économique nettement plus vive dans les mois à venir.

Liquidités, devises

Les États-Unis se détachent

	Rendements des dividendes	Rendement des emprunts d'État à 10 ans	Différence
USA 	1.4 %	4.7 %	Δ -3.3 %
Zone euro 	3.1 %	2.6 %	Δ +0.5 %
Suisse 	3.2 %	0.6 %	Δ +2.6 %

Les rendements des dividendes sont plus élevés que les rendements obligataires en Europe (Graphique: Zugerberg Finanz)

Dernièrement, le paysage des rendements a connu des changements considérables. Cela s'explique par le fait que l'évolution conjoncturelle de l'économie mondiale n'est pas synchronisée. Les États-Unis se sont détachés pendant un certain temps, affichant des taux de croissance plus élevés et donc des valeurs d'inflation plus tenaces qu'en Europe. Cela génère des rendements très différents, qui ont actuellement également un impact important sur les devises.

Aux États-Unis, le rendement des bons du Trésor à dix ans a augmenté à 4.7 % fin avril. Désormais, les bons du Trésor à deux ans rapportent même 5.0 %. Ces deux valeurs excèdent nettement les dividendes distribués lorsque l'on investit dans des actions américaines. Cela explique également la force du dollar au cours des quatre premiers mois de l'année. Avec 0.92, le cours USD/CHF est à nouveau aussi élevé que fin septembre 2023. Entre-temps, il est tombé à 0.84, alors que certains prédisaient une récession de l'économie américaine avec de nombreuses baisses des taux directeurs.

Mais cela ne s'est pas avéré, au contraire. Actuellement, plus personne ne parle de « Soft Landing », et les signaux conjoncturels indiquent plutôt une nouvelle expansion, ce qui signifie qu'il semble plutôt que l'on assiste à un « No Landing » sur le plan du cycle économique. Au cours des deux ou trois derniers trimestres précédant les élections présidentielles et législatives de novembre 2024, l'économie est tellement stimulée par la politique fiscale que la Réserve fédérale est pieds et poings liés sur le plan de la politique monétaire. Les importantes augmentations des dépenses de consommation (+2.5 % au premier trimestre), en particulier des dépenses affectées aux services (+4.0 %), sont venues mettre fin de manière abrupte à la tendance baissière de

l'inflation constatée en 2023. L'inflation persiste, principalement dans le secteur des services.

Il en résulte que les rendements des bons du Trésor américain ont augmenté depuis le début de l'année, et sont passés de 3.9 % à 4.7 %. Cela a entraîné une baisse considérable des cours des obligations. En revanche en Suisse, l'inflation semble avoir été combattue avec succès. En tous les cas, sur le marché des capitaux, les investisseurs se contentent d'un rendement de 0.6 % sur les obligations de la Confédération à dix ans, comme c'était déjà le cas au début de l'année. Le rendement accru a fait augmenter le cours du dollar, mais du fait du taux d'inflation nettement plus élevé, il existe à moyen terme un potentiel de perte de cours d'autant plus important.

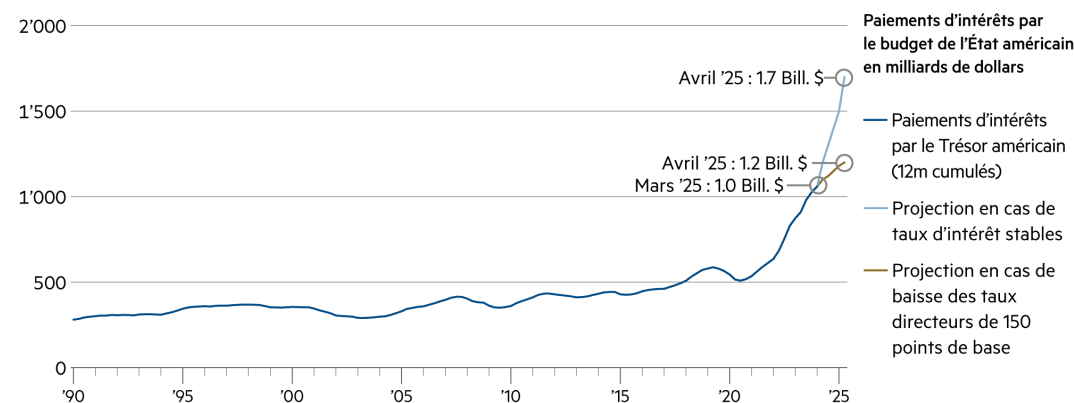
En Europe (sauf en Suisse), les marchés des actions se sont distingués au cours des quatre premiers mois par des gains de cours plus élevés qu'aux États-Unis. Cela s'explique principalement par la reprise conjoncturelle surprenante en Europe, même si un autre facteur important réside également dans l'observation selon laquelle les dividendes seuls permettent d'obtenir un rendement plus élevé que les emprunts d'État de référence dans la zone euro.

Aux États-Unis en revanche, le rendement des dividendes est nettement inférieur au rendement réalisable sur le marché monétaire et des capitaux en toute sécurité. C'est pourquoi, nombreux sont ceux qui font également preuve de prudence concernant les marchés d'actions américains aux valorisations relativement élevées, alors que les marchés européens (y compris en Suisse !) se distinguent par des valorisations relativement modérées, compte tenu de la hausse des bénéfices des entreprises et de l'augmentation des prévisions de bénéfices.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	⬇️	⬇️	Le faible taux d'inflation (1.4 % en avril par rapport à l'année précédente) laisse espérer de nouvelles baisses des taux directeurs par la BNS. Certaines banques sont déjà en train de baisser à nouveau leurs taux.
Euro / Franc suisse	↗️	↗️	Le fort élan de l'euro (+5.6 % depuis le début de l'année) devrait se poursuivre. Le taux de change est revenu au même niveau qu'il y a un an.
Dollar américain / Franc suisse	↘️	⬇️	Début mai, le cours au comptant s'élève à 0.92. Sur le marché à terme, le dollar se négocie nettement plus bas (0.88 à 1 an et près de 0.85 à 2 ans).
Euro / Dollar américain	↗️	↗️	Avec 1.07, l'euro continue à gagner du terrain en ce début mai. Les investisseurs sensibles au risque soutiennent l'euro.

Obligations

Les Etats-Unis risquent une crise de la dette



Explosion des paiements d'intérêts du budget de l'État américain (Source : Bank of America Global Research | Graphique : Zugerberg Finanz)

Dans le monde, la majeure partie des obligations se négocie en dollars, et une part importante d'entre elles sont des emprunts d'État américains et d'institutions proches de l'État. Pour l'instant, les marchés conservent leur calme, mais Washington risque une crise de la dette. Les intérêts payés sur la dette publique américaine augmentent de manière exponentielle. Chaque mois supplémentaire avec des taux directeurs à leur plus haut niveau actuel sur deux décennies vient aggraver la situation. Les États-Unis risquent de faire face à une évolution explosive : dans un an déjà, les dépenses nécessaires aux intérêts seront environ deux fois supérieures à celles nécessaires pour le budget de la défense.

Les marchés obligataires sont en constante évolution et offrent un large éventail d'opportunités. Toutefois, la situation du marché est rarement stable, avec des points de bascule psychologiques difficiles à prévoir. Pour l'instant, la crainte d'une crise de la dette aux États-Unis n'intéresse personne ; et pourtant, les primes de risque augmentent. Les États-Unis doivent déjà payer 200 points de base de plus que l'Allemagne pour leur dette. Contrairement à la zone euro, les États-Unis risquent d'entrer dans le cercle vicieux de la hausse des coûts de refinancement et d'une nouvelle détérioration de la viabilité de la dette. Nous illustrons ci-dessous deux aspects importants sur ce thème.

D'une part, les États-Unis se dirigent en droite ligne vers un avenir économiquement insoutenable. Leurs dépenses sont excessives, et leurs recettes insuffisantes, ce qui engendre un déficit gigantesque. Plus la Réserve fédérale maintient ses taux directeurs à un niveau élevé, plus la montagne de dettes s'accroît et les paiements d'intérêts s'accroissent. Chaque année, près de 1'000 milliards de dollars d'intérêts doivent être payés sur la dette actuelle. Étant donné que les dettes à court terme bon marché issues de la phase à faibles taux d'intérêt

seront remplacées par de nouveaux titres de créance plus chers, la charge des intérêts va augmenter au cours des 12 prochains mois à environ 1'700 milliards de dollars – pour un PIB de 28'500 milliards. Il s'agit de la charge de la dette la plus importante depuis 1946.

Le deuxième aspect important est l'inflation. Les États-Unis sont nettement plus endettés que l'ensemble de la zone euro. Contrairement à l'Italie, pays de la zone euro dont la dette est la plus importante, les États-Unis connaissent déjà un déficit dans le solde primaire (recettes moins dépenses, sans le service des intérêts). De plus, l'Italie est en mesure de financer la totalité de son déficit public par de l'épargne intérieure. En revanche, les États-Unis sont dépendants de l'étranger (environ 30 %) ; la banque centrale détient 20 % des titres de la dette. Les ménages privés détiennent relativement peu de bons du Trésor américain.

La dépendance des créanciers étrangers affaiblit le rôle géostratégique des États-Unis. La seule mesure que le Trésor américain espère peut-être secrètement est que l'inflation se poursuive. Cela permettrait de diminuer le poids de la dette à travers l'inflation, ce qui aurait des conséquences catastrophiques sur le plan social. L'inflation appauvrit encore davantage les segments les plus pauvres de la population. Ceux qui disposent d'actifs réels comme les actions, le Private Equity et l'immobilier sont protégés contre cette situation.

Nous nous attendons à un abaissement supplémentaire de la note de crédit des États-Unis. Même après les élections, il est illusoire de s'attendre à une amélioration structurelle de la situation budgétaire, ce qui signifie que la pression en vue de nouvelles coupes dans les dépenses publiques pour les transports, l'éducation et la défense ainsi que la santé va se renforcer. Il en va de même pour le potentiel de dépréciation du dollar.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→↗	↗	Les emprunts d'État à 10 ans en dollars sont rémunérés à 4.7 % et en euros entre 2.6 % (Allemagne) et 3.9 % (Italie) - en tous les cas moins qu'aux États-Unis.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Nous continuons à voir dans les obligations d'entreprises des perspectives positives de rendement/risque par rapport aux différentes obligations d'État.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Nous détenons dans nos portefeuilles des obligations européennes à haut rendement et des obligations hybrides, avec des rendements ajustés au risque très intéressants et supérieurs à la moyenne.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

De bonnes perspectives pour les obligations



Stand d'Implenia lors d'un salon (source de l'image : implenla.com)

Le message le plus important de Jerome Powell à l'occasion de la conférence de presse de la Réserve fédérale (Fed) du 1er mai était que l'inflation a déjà parcouru un long chemin. Avec calme, objectivité et clairvoyance, il a également abordé la question des facteurs spéciaux qui ont dernièrement jugulé la tendance inflationniste. Du fait du coronavirus, l'inflation était passée à plus de 9 %. Désormais, on mesure à nouveau des valeurs comprises entre 2.6 % et 3.5 % (États-Unis), et encore plus faibles en Europe. Le potentiel de baisse des taux directeurs reste considérable et donne de l'attrait aux placements en obligations d'entreprises à plus long terme.

Compte tenu de la robustesse de l'économie, qui va de pair avec une inflation persistante et des hausses considérables des salaires (+4.6 % en avril en glissement annuel), la banque centrale américaine n'a pas modifié ses taux directeurs. Le marché l'avait prévu et fait ainsi baisser les cours des obligations ces dernières semaines. La dernière évaluation du président de la Fed fait toutefois retenu l'attention, car il a pratiquement exclu toute hausse, et indiqué que la Fed s'attendait à une baisse de l'inflation en cours d'année et qu'une nouvelle hausse des taux était «improbable». Par conséquent, le mois de mai a débuté avec une hausse sensible des cours des obligations.

Tant le PIB de la zone euro que celui de toute l'Union européenne a progressé de +1.2 % annualisés au premier trimestre 2024 et été au-delà des prévisions. Contrairement à la croissance comparable aux États-Unis (+1.6 %), aucun moteur d'inflation majeur n'a été identifié en Europe. Dans la zone euro, l'inflation a correspondu aux attentes et s'est maintenue à un faible niveau de 2.4 % en avril. Elle est même inférieure

dans les trois principales nations (Allemagne, France et Italie), et se situe ainsi dans la zone cible de la BCE. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que la BCE décide de baisser ses taux directeurs lors de sa prochaine réunion du 6 juin.

Nous avons profité de cet environnement pour continuer à orienter les portefeuilles obligataires vers un avenir prometteur. En avril, le Zugerberg Income Fund, sensible aux taux d'intérêt, a dû faire face à la déduction des impôts anticipés, qui peuvent être récupérés avec la déclaration d'impôts. Jusqu'ici en cours d'année, cela a entraîné une performance des cours de -2.7 % et un rendement total de -1.8 %. Ce faisant, le ZIF se situe entre les performances du Swiss Bond Index (-0.3 %) et celles de l'indice obligataire mondial (-2.9 % ; couvert en francs suisses). Indépendamment des fluctuations de cours souvent de nature macroéconomique, le ZIF réalise un rendement mensuel de +0.37 % par rapport au Swiss Bond Index, qui affiche seulement +0.12 %.

En revanche, le Credit Opportunities Fund (COF), résolument axé sur les primes de risque de crédit des entreprises, enregistre une nette hausse après quatre mois, avec +3.0 %. Le cours moyen des obligations est de 95.0 % et la durée modifiée de 3.2, ce qui veut dire que le COF a un caractère différent du ZIF. Sa durée est typiquement beaucoup plus faible que celle du ZIF, mais ses principales sources de revenus ne résident pas dans la courbe des taux, mais dans les primes de risque spécifiques aux entreprises. En particulier, l'obligation à quatre ans d'Implenia, assortie d'un coupon de 3.0 %, typique pour la notation moyenne de BB+ au sein du COF, a été intégrée au portefeuille.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	-1.8 %	+3.0 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-10.1 % (-1.8 %)	+28.9 % (+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)	110 PB (-10 PB)	482 PB (-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

Les prix de l’immobilier continuent de grimper



Implenia lors de la construction du Campus Sursee (source de l’image : implenia.com)

L’environnement de financement et d’investissement pour les immeubles de rendement résidentiels s’est amélioré de manière déterminante. Ces immeubles ont le vent en poupe grâce à la conjoncture résiliente, qui s’accompagne d’une croissance démographique modérée, de taux d’intérêt en légère baisse et d’un faible renchérissement pour le secteur de la construction. Au vu de la tendance à la hausse des revenus locatifs pour cette année, les taux d’actualisation plus faibles devraient engendrer une revalorisation des immeubles existants.

Au quatrième trimestre 2023, le solde migratoire en Suisse s’élevait à environ +29’900 personnes. Calculé sur une période de 12 mois, ce solde devrait même frôler la barre des 120’000, ce qui en fait le taux le plus élevé de manière absolue. Il ressort des statistiques annuelles que l’augmentation de la population résidente permanente étrangère est principalement imputable à l’activité professionnelle. Le deuxième motif le plus fréquent d’immigration a été le regroupement familial, suivi par ceux qui déménagent en Suisse dans un but de formation ou de perfectionnement.

Dans ce contexte, il est également clair que la demande de logements s’est principalement concentrée sur les villes et leurs agglomérations. Tant le taux de vacance (qui concerne le plus souvent des logements anciens dans des zones rurales éloignées des marchés de l’emploi dynamiques) que le taux de chômage sont faibles. Compte tenu des perspectives économiques qui continuent de s’améliorer, il y a lieu de s’attendre des prix de l’immobilier en hausse avec la baisse des coûts de financement.

En effet, comme le montrent les indices des prix immobiliers FPRE, les prix des appartements en propriété en Suisse ont nettement augmenté au premier trimestre 2024 par rapport au même trimestre de l’année

précédente (+3.9 %), en particulier dans le segment inférieur. En revanche, pour les prix des maisons individuelles, c’est le segment haut de gamme qui a le plus progressé. Sur une base annuelle, l’indice SWX IAZI Private Real Estate Price Index indique une augmentation de valeur supérieure à la moyenne de +4.2 %.

Dans le secteur du bâtiment, on assiste à une amélioration évidente des indicateurs de l’offre. Dans le secteur de la construction de logements, qui réalisera cette année un chiffre d’affaires d’environ 32 milliards de francs, l’activité de construction devrait légèrement ralentir et assurer ainsi un taux d’occupation élevé, y compris dans les immeubles plus anciens. Pour les investisseurs dans la construction, les conditions se sont améliorées. Dans le secteur du bâtiment, la Société Suisse des Entrepreneurs a fait état d’une baisse des coûts de production au dernier trimestre 2023 (-3.3 %) ; seule la construction en pierre et en béton a connu une légère hausse des prix (+0.9 %).

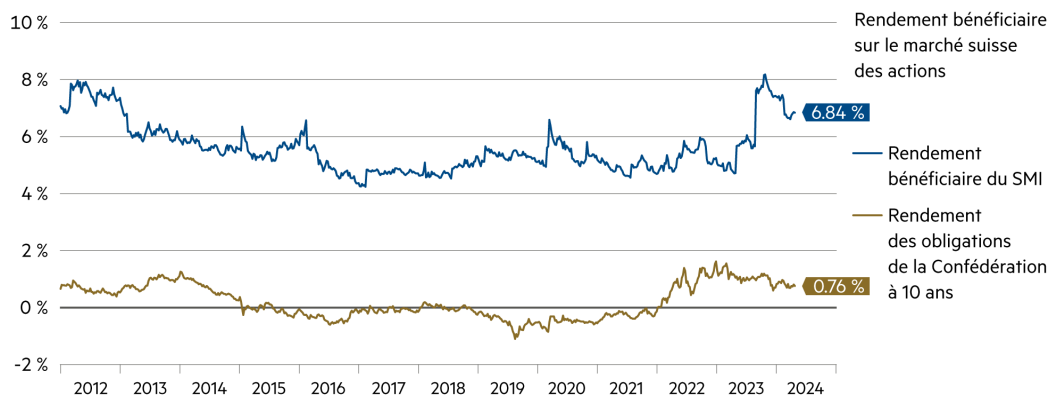
L’indice suisse des prix de la construction, publié par l’Office fédéral de la statistique, n’a évolué que de manière minimale au second semestre 2023 par rapport au semestre précédent (+0.5 %). La période de fortes variations des prix de la construction (2021 et 2022) est révolue. De faibles variations de prix assurent une plus grande sécurité de planification et une activité robuste pour la construction.

S’agissant des performances sur les marchés immobiliers directs et indirects, Fahrländer Partner indique que le rendement du cash-flow s’est situé à environ 3.0 % l’année dernière, avec un chiffre un peu plus élevé sur le Plateau et un peu plus faible à Zurich. Avec environ -9.0 %, le rendement des variations de valeur était non seulement négatif, mais aussi exceptionnellement élevé, et a assuré un rendement global négatif. Avec des taux d’actualisation plus faibles en 2024, les évaluations devraient s’inverser au moins en partie.

Sous-classe d’actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	En 2023, le marché des immeubles collectifs a connu un rendement de variation de valeur négatif exceptionnellement élevé du fait de la hausse importante des taux d’intérêt.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	En ce qui concerne l’immobilier de bureaux, l’année 2023 a connu un rendement négatif de la variation de valeur pour la quatrième fois en sept ans (comme en 2017, 2018 et 2020).
Fonds immobiliers CH	↗	↗	À leur niveau de cours actuel, les fonds cotés affichent un rendement de distribution de 2.9 %, ce qui est inférieur au rendement sur dividendes du SMI.
Actions et fonds d’infrastructures	↗	↗	Les baisses de taux d’intérêt ne sont pas annulées, mais reportées en de nombreux endroits. Elles assureront ensuite des valorisations plus élevées pour les investissements dans les infrastructures.

Actions

Pessimisme élevé sur le marché



Le rendement bénéficiaire sur le marché suisse des actions de 2012 à 2024 (Source: Bloomberg Finance LP | Graphique : Zugerberg Finanz)

Après un début fulgurant de l'année boursière 2024, les marchés ont entamé une phase de consolidation en avril. Toutefois, là où les indices ont nettement reculé, nous l'interprétons comme un clair renforcement d'une attitude de base pessimiste. Nous ne considérons pas qu'elle sera durable, ni justifiée en raison de son caractère marqué. Il existe une série d'actions à valorisation attrayante et dont le modèle d'affaires est fondamentalement solide.

En principe, tout investisseur se trouve face à une multitude d'opportunités de placement. Certaines sont liquides et négociables quotidiennement (actions et obligations). D'autres sont considérées comme semi-liquides, comme la participation au marché privé « The Partners Fund », pilotée par Partners Group et qui peut être souscrite mensuellement. Il s'agit plutôt d'une opportunité de véhicules de placement à long terme, par exemple pour les fonds de caisses de pension ou de libre passage. L'immobilier constitue une autre possibilité de placement, même si sa négociabilité est limitée, avec par conséquent des transactions y relatives coûteuses.

Désormais, chaque catégorie de placement illiquide comprend également des fonds cotés. Par exemple, il existe des fonds immobiliers dont la fortune nette de placement ne subit pratiquement aucune fluctuation, car les immeubles sous-jacents sont également très rarement négociés. Cela intéresse peu les investisseurs. C'est pourquoi l'agio et le disagio permettent de mesurer, lors des évaluations quotidiennes, si la

valeur de marché est supérieure ou inférieure à la valeur réelle. Fin avril, l'agio moyen des principaux fonds immobiliers suisses s'élevait à 11 %, ce qui signifie que les investisseurs paient un supplément par rapport à la valeur réelle. Dans le même temps, ils perçoivent une distribution annuelle de 2.9 %.

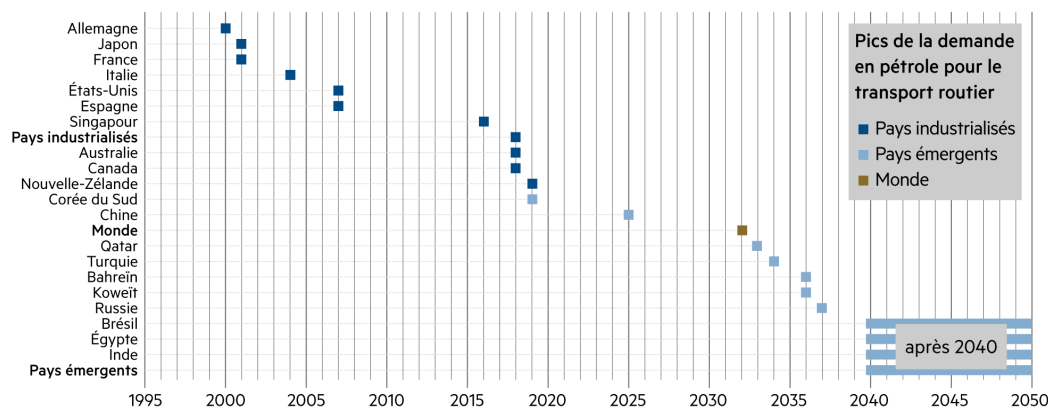
En ce qui concerne les actions, une autre référence peut être évoquée. Il est possible d'investir sans risque son capital dans des obligations d'État suisses. Toutefois, cela rapporte seulement 0.6 % par an sur les dix prochaines années, ce qui ne suffit même pas à couvrir l'inflation. En revanche, les actions suisses offrent un rendement de 5 à 7 %. Cela représente un principe de base depuis de nombreuses décennies, car l'actionnaire veut aussi être rémunéré pour son risque plus élevé.

Étant donné que les rendements des solutions d'épargne bancaire et des emprunts d'État sont si faibles en tant qu'alternatives, pour les investisseurs à long terme, la question de savoir s'ils souhaitent investir 20 %, 40 % ou plus dans des actions n'est qu'une question de quantité. De plus, en tant que gestionnaires de fortune, nous faisons en sorte de réaliser une sélection convaincante parmi la multitude d'actions. Comme nous le montrons régulièrement dans nos rapports hebdomadaires et mensuels, il existe actuellement toute une série d'actions à la valorisation attrayante, dont le modèle d'affaires est fondamentalement solide.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Au sein du SMI, les valeurs ayant connu une hausse en avril sont ABB (+7 %) et Novartis (+2 %) en tête, et UBS (-10 %) et Logitech (-11 %) en queue de peloton.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	L'Euro Stoxx 50 (+8.8 % depuis le début de l'année) incarne l'amélioration étonnamment forte des indicateurs macro de la zone euro.
Actions Etats-Unis	↗	↗	Les marchés américains ont perdu plus de 4 % en avril : le Dow Jones (-5.0 %) un peu plus que l'indice technologique du Nasdaq (-4.4 %).
Actions Pays émergents	↗	↗	En Inde, le MSCI India a clairement progressé en avril (+2.4 %). Le chef du gouvernement Narendra Modi, au pouvoir depuis dix ans, devrait conserver son poste de Premier ministre.

Placements alternatifs

Le trafic routier dope la demande en pétrole



La demande mondiale en pétrole pour le transport routier atteindra son pic en 2032 (Source : Agence internationale de l'énergie AIE | Graphique : Zugerberg Finanz)

Dans quelques pays comme l'Allemagne, la France ou le Japon, le pic de la consommation du trafic routier en énergies fossiles (essence, diesel) est désormais derrière nous. S'agissant de la population, nous restons toutefois réalistes : une grande partie de la population mondiale vit dans des pays émergents. Plusieurs de ces pays devraient voir leurs besoins en pétrole augmenter sensiblement d'ici 2040 pour leur trafic routier. À défaut d'infrastructure correspondante, les nouveaux véhicules électriques ne constitueront pas une véritable alternative avant longtemps dans de nombreux endroits.

Les prix du pétrole brut de type Brent ont atteint leur plus haut niveau depuis cinq mois. Les causes en sont les perturbations dans les raffineries russes, le conflit au Proche-Orient qui se prolonge ainsi que la croissance de l'économie mondiale, notamment dans les pays asiatiques très peuplés. Il apparaît que « l'or noir » sera amené à jouer un rôle beaucoup plus important dans l'économie mondiale que certains ne l'auraient espéré.

Actuellement, l'ensemble du secteur de l'énergie est soutenu par des facteurs tant macro que microéconomiques. Par exemple, la consommation historique de pétrole continue à augmenter, et s'élève actuellement à près de 100 millions de barils par jour. Un facteur essentiel reste le transport routier, qui devrait continuer à augmenter pendant au moins deux décennies dans les pays à plus forte densité de population.

Sur le plan des prix, l'insuffisance des fonds investis dans l'exploration (découverte et mise en exploitation de nouvelles ressources) pendant au moins une décennie reste un élément important. Les réductions de production de l'Arabie saoudite, les chiffres de production décevants et les sanctions à l'encontre de l'Iran et du Venezuela dans le cadre du

commerce avec les pays occidentaux ont conduit à un rapport équilibré entre l'offre et la demande.

Par conséquent, les perspectives de voir les prix du pétrole augmenter resteront probablement dans une large fourchette de prix allant de 70 à 120 dollars le baril, qui devrait durer encore plusieurs années. Il est intéressant de constater que les boycotts de l'Union européenne (UE) contre le pétrole, le gaz et le charbon russes ont fait baisser leurs prix, ce qui a rendu les sources d'énergie fossiles d'autant plus attrayantes pour les pays émergents. Par exemple, la Turquie profite massivement des matières premières russes moins chères.

C'est pourquoi, selon l'ONG énergétique britannique Ember Climate, la Turquie mise à présent moins sur les sources d'énergie renouvelables et à nouveau davantage sur le charbon, dommageable pour le climat, pour produire de l'électricité. Jusqu'à la guerre d'Ukraine, la Turquie importait quatre millions de tonnes de charbon de Russie pour des prix records pouvant atteindre jusqu'à 450 dollars la tonne. En 2023, ce chiffre avait déjà atteint 17.4 millions de tonnes, car le prix a dégringolé à 120 dollars la tonne – sans compter le rabais supplémentaire accordé par la Russie à la Turquie en raison du fait que celle-ci ne soutient pas les sanctions occidentales.

La Turquie a déjà dépassé la Pologne en matière de production d'électricité issue du charbon, et l'Allemagne probablement aussi. Alors que l'UE ne produit plus que 12 % de son électricité à partir du charbon, ce chiffre a grimpé à 36 % en Turquie, ce qui a détourné le pays du tournant énergétique, alors qu'il dispose d'un potentiel considérable de production d'énergie solaire et éolienne. Et ce n'est qu'un exemple parmi la kyrielle de développements similaires dans les pays émergents.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	Avec 79 dollars le baril (type WTI Crude), les cotations du pétrole brut sont inférieures de près de 10 % à leur pic annuel de début avril, ce qui a un effet légèrement désinflationniste.
Or / Métaux précieux	↗	↗	L'or se trouve dans une tendance haussière cyclique, porté par les tendances structurelles de la demande et l'endettement historique des États-Unis.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Nous restons convaincus de l'attrait, ajusté au risque, des obligations d'assurance subordonnées et, de manière sélective, de certaines solutions ILS.
Private Equity	↗	↗	Le véhicule de marché privé « The Partners Fund » affiche actuellement une valorisation de +3.9 % depuis le début de l'année. Avec Rosen Group, une participation passionnante est venue s'ajouter à la liste.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		30.04.2024	04/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Actions							
SMI	CHF	11'260.9	-4.0%	+1.1%	+3.8%	-16.7%	+20.3%
SPI	CHF	15'066.7	-2.4%	+3.4%	+6.1%	-16.5%	+23.4%
DAX	EUR	17'932.2	-2.3%	+13.0%	+13.1%	-16.3%	+10.4%
CAC 40	EUR	7'984.9	-2.0%	+11.7%	+9.6%	-13.9%	+23.6%
FTSE MIB	EUR	33'746.7	-2.2%	+17.4%	+20.4%	-17.3%	+17.3%
FTSE 100	GBP	8'144.1	+3.3%	+12.9%	-0.3%	-8.8%	+16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'921.2	-2.5%	+14.9%	+12.1%	-16.0%	+16.0%
Dow Jones	USD	37'815.9	-3.3%	+9.7%	+3.5%	-7.7%	+22.2%
S&P 500	USD	5'035.7	-2.4%	+15.4%	+13.1%	-18.5%	+30.6%
Nasdaq Composite	USD	15'657.8	-2.7%	+14.1%	+30.6%	-32.3%	+25.0%
Nikkei 225	JPY	38'405.7	-7.0%	+12.3%	+8.6%	-19.7%	-2.6%
Sensex	INR	74'482.8	+2.8%	+12.4%	+7.4%	-4.8%	+23.2%
MSCI World	USD	3'305.3	-2.2%	+14.1%	+10.8%	-18.5%	+23.7%
MSCI EM	USD	1'046.0	+2.0%	+11.7%	-2.6%	-21.5%	-1.8%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	151.0	-1.8%	-2.8%	+2.2%	-13.2%	-3.0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.6	-2.3%	-3.1%	+4.2%	-16.7%	-2.0%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	341.7	-1.0%	+0.7%	+8.7%	-13.6%	+1.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	262.5	-1.9%	-1.2%	+4.5%	-18.2%	-2.7%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	178.5	-0.3%	-0.6%	+12.5%	-17.0%	-4.2%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	135.2	-2.7%	-4.6%	-0.5%	-15.0%	-3.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.4	-1.6%	-2.9%	+4.8%	-18.9%	-3.7%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	183.0	0.0%	+0.7%	+5.7%	-7.5%	-0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	180.5	-2.9%	-4.3%	+3.5%	-18.5%	-2.3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	581.8	-1.3%	-0.8%	+8.5%	-13.7%	+4.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	162.6	-1.1%	-1.2%	+5.9%	-14.1%	-1.2%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	288.9	-0.3%	+0.6%	+9.8%	-10.9%	+3.2%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	67'578.5	+3.2%	+20.0%	+0.8%	+1.0%	-0.6%
Commodity Index	USD	101.7	+4.1%	+12.7%	-20.4%	+15.1%	+30.8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'375.9	-4.5%	+1.5%	+5.4%	-17.3%	+7.6%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.9194	+2.0%	+9.3%	-9.0%	+1.3%	+3.1%
Euro / franc suisse	CHF	0.9807	+0.8%	+5.6%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5824	-2.2%	-2.4%	-15.4%	-11.0%	-7.5%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1485	+1.0%	+7.2%	-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 30/04/2024 ; données économiques au 30/04/2024 ; pronostics économiques au 30/04/2024. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.