

Couleurs du matin sur le Rigi (Photo : Andreas Busslinger)

## Un dernier trimestre souvent marqué par des rendements positifs

Le dernier trimestre d'une année civile s'accompagne souvent de rendements positifs, et par un regard davantage tourné vers l'avenir. Ce sera le cas cette année encore. Après une phase post-pandémique surchauffée, l'économie mondiale retrouve progressivement son rythme de croisière, avec des taux de croissance plus faibles mais positifs et un marché du travail équilibré. Les chaînes d'approvisionnement sont à nouveau intactes, les coûts de transport sont en repli, les prix à la production sont à nouveau davantage marqués par la déflation que par l'inflation.

Les consommateurs en ressentiront bientôt les effets. En Allemagne, l'inflation est revenue pour la première fois depuis deux ans à son niveau antérieur à la guerre en Ukraine. Etant donné que les salaires réels devraient augmenter au cours des prochains trimestres, les perspectives conjoncturelles vont s'améliorer. En ce qui concerne les États-Unis, l'inflation de base n'a augmenté que de 0.1 % en août. Voilà

une stabilité des prix qui devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres.

Il est vrai que les prix du pétrole ont frôlé les 100 dollars le baril au troisième trimestre en raison d'une conjoncture exceptionnelle, ce qui a ravivé les craintes en matière de politique monétaire et fait grimper les rendements obligataires. Au vu de la force du marché du travail, les marchés obligataires ne croient peut-être pas encore que le pic des taux d'intérêt sera atteint. Le ralentissement de l'économie au cours du dernier trimestre devrait permettre de retrouver une humeur positive sur ce plan. En 2022 et durant une partie de 2023, les investisseurs ont dû apprendre à leurs dépens ce qui se passe avec les obligations en cas de hausse des taux d'intérêt. A présent, les années 2024 à 2026 deviennent intéressantes, car le marché fonctionne de la même manière dans l'autre sens et devrait assurer des rendements positifs.

## Un mois de septembre difficile

Le mois de septembre a pris fin sur une performance décevante, tant sur le plan des obligations que sur celui des actions. Si l'on se fonde sur le modèle saisonnier, cela n'est pas surprenant : le mois de septembre est considéré comme le pire mois de l'année civile pour les investissements. Les indices obligataires ont perdu entre -0.5 % et -3.0 % le mois dernier en raison de la hausse des rendements dans le monde entier. L'indice obligataire mondial, couvert en francs suisses, s'est situé dans la moyenne avec -2.1 %. Sur les marchés des actions, le rendement mensuel s'est situé entre -1.5 % (Swiss Market Index = SMI) et -5.8 % (indice technologique américain Nasdaq). Les fonds immobiliers n'ont pas non plus permis d'améliorer le tableau. L'indice immobilier suisse correspondant se situe toujours au même niveau qu'au début de l'année, alors que le SMI est quand même parvenu à progresser de 2.2 % durant cette période. En septembre, nous avons obtenu cette différence positive notamment grâce à la sélection de titres individuels. Nos actions suisses n'ont subi qu'une baisse de 1.0 % en septembre (dans la

classe de risque «équilibrée» 3 avec environ 36 % d'actions suisses) et de 0.9 % (dans la classe de risque 4).






Les portefeuilles ont connu une baisse modérée dans les classes de risque inférieures, baisse qui aurait pu être en réalité beaucoup plus prononcée en raison des cours des obligations. Dans la classe de risque 1, avec une part maximale de 20 % d'actions, le rendement était légèrement négatif en septembre (par exemple, Revo1 : -0.9 %, R1 : -0.6 %). Cela vaut également pour les stratégies ayant une part d'actions plus élevée. Cependant, ce sont principalement les actions qui ont été à l'origine de la baisse de septembre (par exemple, Revo4 et Revo5 : -1.0 % chacune). Les solutions stratégiques liquides axées sur les dividendes (par exemple : RevoDividendes : +0.9 %, R Dividendes : +1.0 %) ont vu leur valeur augmenter en septembre. Sur l'ensemble de l'année, elles occupent toujours la première place avec une hausse de rendement à deux chiffres.

Stratégies sur la base des titres individuels	Performance des stratégies*	
	Septembre 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-0.6% ↓	+2.3% ↑
Zugerberg Finanz R2	-0.5% ↓	+4.8% ↑
Zugerberg Finanz R3	-0.5% ↓	+5.9% ↑
Zugerberg Finanz R4	-0.5% ↓	+7.4% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.3% ↓	+6.3% ↑
Zugerberg Finanz RDividendes	+1.0% ↑	+10.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.9% ↓	+2.7% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-0.9% ↓	+5.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-1.0% ↓	+6.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-1.0% ↓	+7.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-1.0% ↓	+8.7% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+0.9% ↑	+11.2% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-2.7% ↓	-5.5% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-3.8% ↓	-8.3% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-4.8% ↓	-10.7% ↓
<b>Zugerberg Finanz Libre passage</b>	<b>Performance des stratégies*</b>	
	Septembre 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.9% ↓	+0.7% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-1.0% ↓	+1.7% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-0.9% ↓	+3.4% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-1.0% ↓	+3.9% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-0.9% ↓	+4.7% ↑
<b>Zugerberg Finanz Prévoyance 3a</b>	<b>Performance des stratégies*</b>	
	Septembre 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.9% ↓	+2.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.9% ↓	+5.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-1.0% ↓	+6.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.0% ↓	+7.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-1.0% ↓	+8.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+0.9% ↑	+11.2% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-2.7% ↓	-5.5% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-3.8% ↓	-8.3% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-4.8% ↓	-10.7% ↓

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

Macroéconomie

# Conjoncture en voie de normalisation

	Croissance réelle 2024e	Inflation 2024e	Croissance nominale 2024e
États-Unis 	1.5 %	2.5 %	4.0 %
Chine 	4.0 %	1.0 %	5.0 %
Inde 	6.0 %	5.0 %	11.3 %
Zone euro 	1.0 %	3.0 %	4.0 %
Suisse 	1.0 %	2.0 %	3.0 %

Taux de croissance réels et nominaux estimés du produit intérieur brut en 2024 (Graphique : Zugerberg Finanz)

Une nouvelle phase de normalisation de la conjoncture mondiale se dessine au quatrième trimestre 2023. Dans la phase conjoncturelle actuelle, la reprise des pays émergents d'Europe, d'Asie et d'Amérique latine est plus rapide que celle des pays industrialisés, ce qui leur permet de retrouver des taux de croissance impressionnants. Dans les économies occidentales également, les distorsions post-pandémiques s'atténuent petit à petit, avec des changements dans les mesures de politique monétaire et fiscale.

Les taux de croissance post-pandémiques élevés dans les pays de l'OCDE sont actuellement remplacés par des valeurs modérées. La routine des données économiques est de retour. Les violents soubresauts (coûts de transport, chaînes d'approvisionnement engorgées, capacités de semi-conducteurs, prix des matières premières, etc.) appartiennent désormais au passé. Il en va de même pour la dynamique inflationniste des deux dernières années. Certes, les distorsions sur les marchés du travail persisteront encore, car une partie importante de la main-d'œuvre potentielle a changé de projets durant la pandémie. Toutefois, la tendance qui se poursuit vers un équilibre est réaliste à cet égard également. Il y a lieu de ne pas surestimer les postes vacants. Pour beaucoup d'entreprises, ils sont le signal d'un comportement actif sur le marché du travail.

Le climat de consommation est un bon signe de normalisation. Il semble que celui-ci évolue modérément dans les économies occidentales, d'après les prévisions du PIB. On observe également des signes de normalisation dans le tourisme transfrontalier, dans la gestion des stocks et dans les processus de production des entreprises industrielles. Un peu partout, on peut souligner que la politique monétaire se normalise également. Alors que durant les crises passées, un soutien important avait été apporté dans le cadre d'un assouplissement quantitatif,

cette phase atypique est désormais considérée comme révolue. L'adieu à l'argent « bon marché » n'a toutefois pas réussi à déclencher d'ondes de choc conjoncturelles, malgré les changements de régime observés dans plusieurs pays. De nombreuses entreprises ont profité de la phase de faibles taux d'intérêt pour se financer avec prévoyance et sur le plus long terme. Il en va de même pour les ménages privés et le financement de leurs hypothèques. En outre, les banques sont beaucoup plus capitalisées et résilientes que lors de la crise mondiale de 2008/2009.

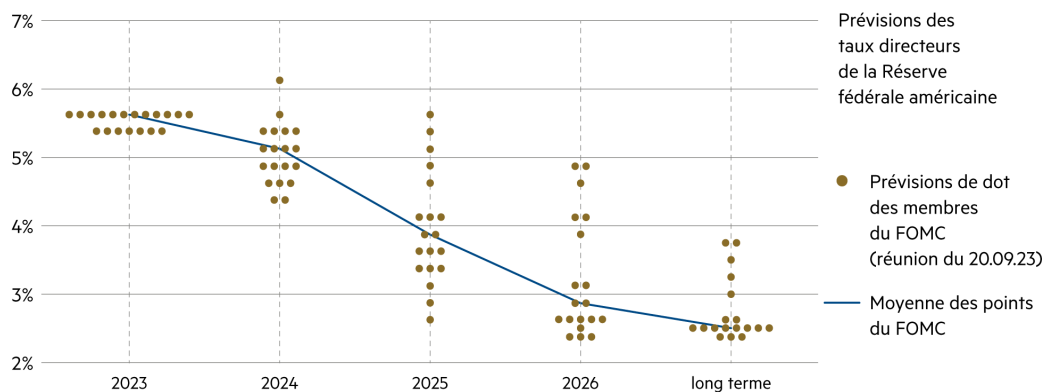
D'un point de vue global, nous nous trouvons toujours dans une phase de ralentissement de la partie occidentale de l'économie mondiale, alors que des pays émergents comme la Pologne, la République tchèque et la Grèce, mais aussi une grande partie de l'Asie et de l'Amérique latine, jouissent déjà d'une croissance impressionnante de leur PIB. En 2023, la croissance de l'économie mondiale sera d'environ 2.8 %, et cette tendance devrait se maintenir au cours des deux prochaines années.

Une légère récession n'est pas à exclure dans certaines parties de l'économie mondiale. Mais pour les entreprises actives globalement, l'environnement mondial joue un rôle essentiel. Sur de nombreux marchés, des taux de croissance nominaux de 4 % à 11 % se dessinent. Une entreprise leader sur le marché devrait savoir exploiter ce potentiel de croissance de manière supérieure à la moyenne et faire progresser la croissance des bénéficiaires correspondante. C'est pourquoi nous ne nous attendons même pas à une légère « récession des bénéficiaires », mais plutôt, pour les entreprises (leaders du marché) que nous avons sélectionnées avec discipline, à une croissance soutenue des bénéficiaires et des dividendes au cours des deux prochaines années. Ces entreprises ont tendance à être évaluées de manière équitable, raison pour laquelle notre quote-part d'actions ne subit aucun changement au début du quatrième trimestre.

Région	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Suisse	↗→	↗	Comme nous l'avions prévu, la Banque nationale suisse a maintenu son taux directeur à +1.75 %. L'inflation s'élevait dernièrement à +1.7 %.
Zone euro, Europe	↗→	↗	La dernière évaluation de la BCE continue de tabler sur une baisse du chômage. Cela augmente la consommation et contribue à une croissance modérée.
Etats-Unis	↗→	↗	Le cycle de hausse des taux d'intérêt est terminé. Au quatrième trimestre, la croissance du PIB devrait sensiblement se réduire par rapport au troisième trimestre (environ 3 %).
Reste du monde	↗	↗	Les pays émergents sont en pleine expansion. De forts taux de croissance sont notamment observés au Mexique, au Brésil ainsi qu'en Afrique du Sud et en Inde.

Liquidités, devises

## Vers une baisse des taux directeurs



Prévisions des taux directeurs par la Réserve fédérale américaine du 20 septembre 2023 (Graphique : Zugerberg Finanz)

**On ignore quand les taux directeurs américains baisseront. Néanmoins, même le Comité fédéral de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed), à qui incombent les décisions sur les taux directeurs, prévoit une forte baisse des taux directeurs pour les trois prochaines années. La raison en est que l'inflation s'est pratiquement arrêtée ces derniers temps. Au cours des trois derniers mois, l'inflation sous-jacente aux États-Unis n'a été que de 2.2 % en valeur annualisée.**

Les États-Unis appliquent une politique visant à cibler le taux d'inflation moyen («average inflation targeting») et leur politique restrictive a permis aux derniers chiffres de l'inflation d'entrer dans la zone cible de la Fed. En conséquence, les responsables de la Fed tablent à moyen terme sur un potentiel de baisse des taux directeurs d'environ 300 points de base. L'actuel niveau de 5.5 % est nettement plus élevé que les prévisions de la Fed pour fin 2025 (3.875 %) et pour fin 2026 (2.875 %). Si ces prévisions devaient se réaliser, cela aurait pour conséquence une forte reprise des obligations. Néanmoins, le corolaire serait, pour l'investisseur en francs, une dépréciation du dollar par rapport au franc.

En Europe également, on observe largement une modération de l'inflation. L'on est cependant encore loin de l'objectif. Dans l'ensemble de la zone euro, l'inflation a baissé de 5.2 % en août à 4.3 % en septembre. La dynamique des prix des services a fortement baissé. Les biens industriels hors construction et énergie n'ont plus enregistré qu'une crois-

sance annuelle de 1.6 % dans la zone euro. En mai 2022, la croissance en comparaison annuelle était encore de 16 %.

Sans nouveaux chocs des prix, l'inflation globale dans la zone euro se rapprochera de l'objectif de 2 %. Dans certains pays de la zone euro, le taux d'inflation est même déjà négatif (par exemple, les Pays-Bas avec -0.3 %). En Belgique, le taux de +0,7 % n'est pas non plus très élevé. Aux Pays-Bas, la forte baisse s'inscrit en relation avec le fait que les contrats pour le gaz naturel sont souvent conclus à court terme.

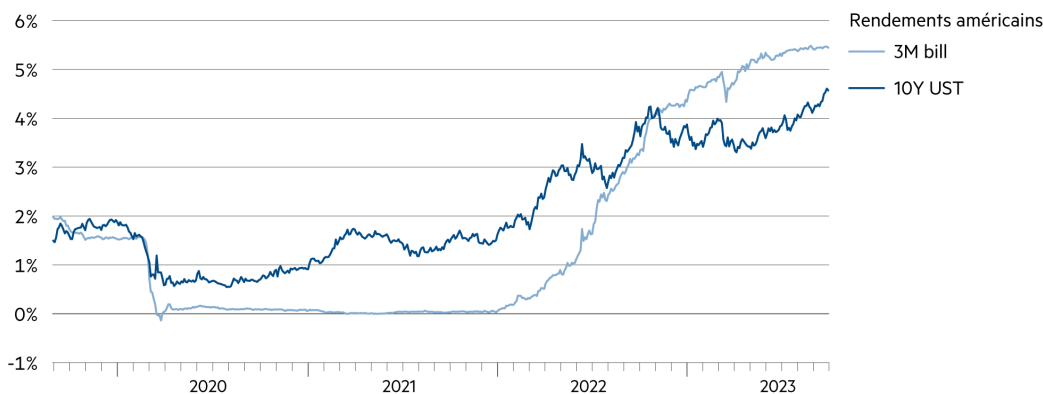
Grâce aux signaux de politique monétaire de la Fed indiquant un maintien des taux directeurs à un niveau élevé plus longtemps, le dollar a continué à se redresser. Il affichait dernièrement 0.92 par rapport au franc (+3.6 % en un mois, seulement -1.0 % depuis le début de l'année). L'euro, à 0.97 par rapport au franc, s'est également apprécié en septembre, mais moins fortement (+1.1 % en un mois ; -2.2 % depuis le début de l'année).

Ces deux évolutions sur le plan monétaire agissent comme des stimulants pour les entreprises suisses dont les chiffres d'affaires et les revenus sont principalement générés dans ces zones monétaires. Comme la plupart des analystes n'ont pas encore intégré la puissante évolution monétaire du dollar, de nombreuses actions suisses devraient encore faire l'objet d'une évaluation plus positive au quatrième trimestre dans la perspective de la clôture des comptes annuels 2023.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	➔➤	➤➔	Celui qui souhaite obtenir des revenus durables supérieurs au taux d'inflation en Suisse (+1.7 %), a intérêt à placer les liquidités excédentaires dans un portefeuille de titres.
Euro / Franc suisse	➔	➔	A 0.97, le taux de change se situe dans la fourchette des attentes réalistes pour cette paire de devises importante pour l'économie suisse.
Dollar américain / Franc suisse	➔➤	➤➔	Au quatrième trimestre, la croissance du PIB américain devrait être encore positive, mais plutôt faible. Ainsi, la hausse du dollar devrait être modérée.
Euro / Dollar américain	➤➔	➤➔	Fin septembre, la valeur la plus basse de l'année en cours a été mesurée à 1.05. Le taux d'intérêt plus élevé dans la zone USD provoque une aspiration de capitaux.

Obligations

## Fin du cycle de hausses des taux directeurs



Les rendements américains affichent une tendance à l'essoufflement (Source : Bloomberg Finance LPI Graphique : Zugerberg Finanz)

Le mois de septembre a probablement marqué la fin des hausses des taux directeurs, puisque seules quelques banques centrales dans le monde ont encore procédé à des augmentations de leurs taux. Aux États-Unis également, les taux directeurs n'ont pas subi de nouvelles hausses. On parle d'une «pause dans les taux d'intérêt» et on s'attend à un pic aux alentours de 5.5 %. Dans la zone euro (4.0 %), une dernière mesure a encore été prise, mais pas en Suisse. Cela rend les opportunités dans le domaine des obligations plus attrayantes qu'elles ne l'ont été depuis de nombreuses années.

Pendant environ un an et demi, les banques centrales ont attendu avec impatience des hausses rapides et marquées des taux d'intérêt. Au début de l'année 2022, la pression inflationniste était encore sous-estimée. Désormais, elle pourrait être surestimée, car de puissantes évolutions déflationnistes dans le monde entier agissent déjà dans la direction opposée. La pression inflationniste connaît un net affaiblissement. Sur le plan des prix à la production, l'on observe de plus en plus d'évolutions déflationnistes. Aux États-Unis, un taux d'inflation PCE de +0.1 % a été mesuré en août : c'est la stabilité des prix. Ce nonobstant, il existe un risque que des erreurs de politique monétaire ne soient commises si les banques centrales, péchant par impatience, devaient durcir encore leurs interventions actuelles sur le marché.

La Banque nationale suisse a laissé le taux directeur de la BNS inchangé à 1.75 %. Le net resserrement de la politique monétaire survenu au cours des derniers trimestres permet de lutter contre la pression inflationniste persistante. A cela s'ajoutent le ralentissement de la conjoncture et l'affaiblissement des pressions inflationnistes en provenance de l'étranger. Dans son examen de la situation économique et monétaire du 21 septembre 2023, la BNS table sur une inflation de +2.2 % en

2024 et de +1.9 % en 2025. Elle se situe donc juste dans la zone de stabilité des prix à la fin de la période de prévision.

Aux États-Unis, le niveau le plus élevé du cycle est atteint. Les déclarations de la Fed se sont concentrées sur le graphique en points («Dot Plot»). D'une part, il y a eu une actualisation jusqu'à fin 2024 (5.125 % comme valeur médiane) et jusqu'à fin 2025 (3.875 %), et d'autre part une nouvelle perspective pour 2026 (2.875 %). Dans l'estimation réaliste de la Fed, les attentes du marché ne se situent pas à l'extrémité la plus longue de la courbe des taux. Ceux qui font confiance à la Fed peuvent désormais obtenir de confortables rendements avec des obligations à long terme à solvabilité élevée au cours des 24 à 30 prochains mois.

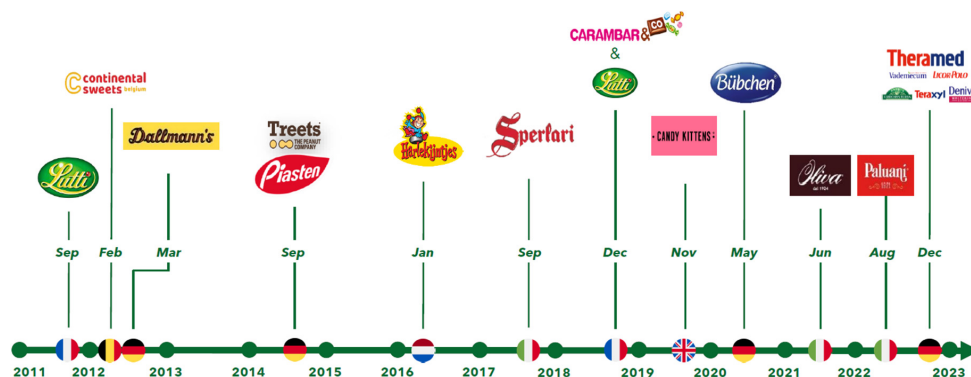
Les attentes implicites du marché ne tablent plus sur de nouvelles hausses de taux. Au contraire, six baisses de taux d'intérêt de 0.25 % chacune sont prévues jusqu'à fin 2025. La Fed a elle-même décidé que le taux directeur se situerait à long terme à 2.5 %. Résultat : une marge de manœuvre de douze baisses de taux au total pour les années à venir, soit 3.0 % en valeur nominale. Il ne faut en aucun cas laisser passer une telle configuration.

Naturellement, nous comprenons également les hésitations du marché des capitaux. Ils restent convaincus que la Fed va dépasser les bornes avec sa politique des taux directeurs et les pousser encore plus haut jusqu'à ce que l'économie nationale glisse vers une récession. Mais même si une légère récession devait en résulter, il n'y a aucune économie qui y serait aussi bien préparée que les États-Unis. Par ailleurs, une telle récession s'accompagnerait de baisses plus rapides des taux d'intérêt, ce qui rendrait le potentiel de reprise des obligations encore plus attractif.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→↑	Dans la phase conjoncturelle actuelle, les obligations à long terme en USD semblent être un placement très intéressant pour les 24 à 30 prochains mois.
Obligations d'entreprises	↑	↑	Les investisseurs sont en mesure de bénéficier de rapports risque/rendement attrayants dans toutes les catégories de notation de l'univers des obligations à taux fixe.
Obligations hybrides et à haut rendement	↑	↑	Le marché des obligations hybrides a connu une bonne évolution en septembre. La tendance à la reprise devrait se prolonger largement jusqu'en 2024.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

## Embellie des perspectives



Des acquisitions réussies par Katjes International (Graphique : Katjes International)

En septembre, de nouvelles améliorations qualitatives ont été apportées au Zugerberg Income Fund (ZIF) ainsi qu'au Credit Opportunities Fund (COF), ce qui devrait porter ses fruits ces prochaines années. Alors que l'indice mondial des obligations, garanti en francs et dominé par les obligations d'État, a nettement reculé en septembre (-2.1 %), le ZIF s'est maintenu à un niveau modéré (-0.7 %). Le COF a même légèrement progressé (+0.3 %).

Le ZIF et le COF se différencient en ceci que le ZIF comprend principalement des risques de taux d'intérêt. Toutefois, l'échéance typique n'est de loin pas aussi élevée que pour un indice d'obligations d'État, mais nettement plus élevée que dans le COF. L'accent n'y est pas mis sur les risques de taux d'intérêt, mais sur les risques de crédit. Les durées sont plutôt faibles. Dans un mois où l'on peut s'attendre à une dynamique économique modérée, l'on peut partir du principe que l'engagement dans les risques de crédit en vaut la peine.

Aussi longtemps qu'aucune récession profonde ne se produit, il ne faut pas s'attendre à des défaillances. Les entreprises qui occupent une position dominante sur le marché sont en mesure d'augmenter leurs prix dans un contexte inflationniste et d'accroître ce faisant leur chiffre d'affaires. Ainsi, elles n'ont aucune difficulté à utiliser les revenus obtenus pour servir des capitaux étrangers stables en termes nominaux. Étant donné que l'évolution conjoncturelle se poursuit, le mois de septembre s'est avéré typiquement un mois où l'on obtient de meilleurs résultats avec les obligations d'entreprises qu'avec les obligations d'État. Actuellement, il y a aussi toujours plus de «Rising stars», à savoir d'entreprises dont la notation est revue à la hausse, que de «Fallen angels», c'est-à-dire d'entreprises qui disparaissent de la zone

d'Investment Grade.

Katjes figure parmi les nouvelles obligations d'entreprises que nous avons intégrées dans le COF : son obligation rapportera 6.75 % d'intérêts en euros au cours des cinq prochaines années. L'entreprise familiale allemande a une histoire de petites acquisitions intelligentes. Parfois, le vendeur s'appelle Nestlé (par exemple pour le lait solaire pour peaux sensibles pour enfants Bübchen), parfois Henkel (par exemple pour le dentifrice TheraMed). Les marques correspondantes sont souvent beaucoup trop petites et trop régionales pour un groupe mondial. Dans le même temps, elles sont idéales pour une PME agile, flexible et bien gérée, afin d'entretenir et de développer le potentiel de manière organique. En tous les cas, la rentabilité de l'entreprise est impressionnante. Les deux entrepreneurs à la tête de l'entreprise ne se versent pas de dividendes, mais réinvestissent entièrement le bénéfice net dans le développement du portefeuille par acquisitions.

Une obligation de l'entreprise de sécurité leader en Europe, dont le nom (Securitas Direct) et la fondation plongent leurs racines en Suisse, a également été intégrée au portefeuille du COF. Partners Group a également détenu temporairement une partie de l'actuelle société Verisure dans son portefeuille. L'allocation se concentre sur la Suisse (14 %) et le reste de l'Europe occidentale (79 %).

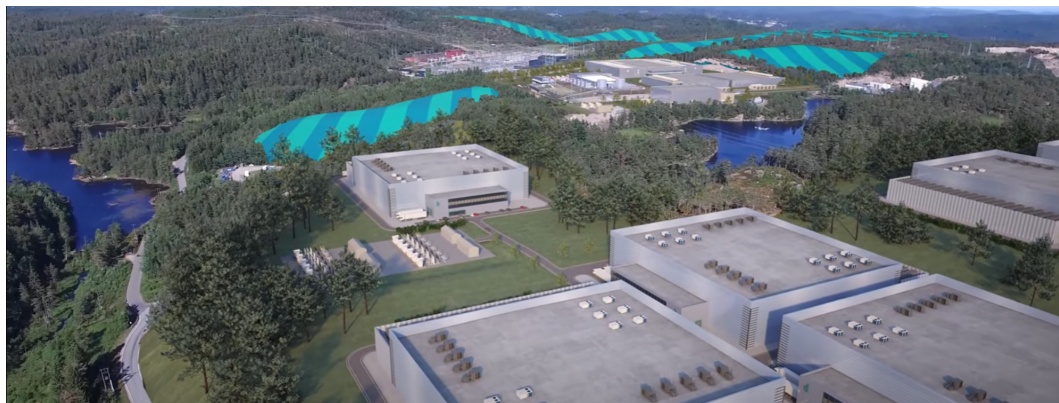
Dans le portefeuille du ZIF, sont venus s'ajouter des débiteurs solides comme Fresenius (groupe de santé), John Deere (véhicules agricoles), Zürcher Kantonalbank, Citibank et Energias de Portugal (une entreprise leader dans le domaine des énergies renouvelables). La Suisse (14 %) est la principale région d'origine des débiteurs après l'Europe occidentale (52 %) et l'Amérique du Nord (25 %).

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+1.5 %	+0.9 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-12.4 % (-2.4 %)	+20.9 % (+1.8 %)
Quantité de mois de performance positive :	52 %	66 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	239 PB (+3 PB)	653 PB (-1 PB)
Notation moyenne (actuelle)	BBB+	BB

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

Immobilier, infrastructures

## De l'importance des centres de données



Centre de données dans le froid du nord de l'Europe (Visualisation : Bulk Infrastructure)

Dans le domaine des infrastructures, les centres de données sont devenus un type de placement qui jouit d'une grande popularité, tant pour les capitaux propres que pour les capitaux étrangers. Les techniques de sécurité et de refroidissement appliquées dans ces centres, de même que la thématique de l'accès aux sources d'énergie renouvelables, revêtent une importance de premier plan. Sur le plan géographique, le nord de l'Europe, plus frais, est particulièrement adapté à l'implantation de centres de données.

Par centre de données, on entend l'ensemble du complexe de bâtiments dans lesquels l'opérateur place les centres de calcul, les serveurs ainsi que la technologie de sécurité nécessaire. En cas de location, il existe des avantages concurrentiels inhérents aux sites situés sur la côte ouest de l'Europe, qui comportent les connexions les plus courtes avec l'Amérique du Nord. L'utilisation accrue du Cloud et les exigences en matière de protection géographique nécessitant de stocker les données européennes en Europe dopent la demande pour de nombreuses années. Les investissements dans les centres de données sont considérés comme résistants à la récession. On est encore loin de parler d'une offre excédentaire.

La climatisation s'avère plus simple dans le nord de l'Europe, où il fait plus frais que dans le sud. La sécheresse, la chaleur et les coupures de courant y sont rares. De plus, il y a dans ces pays moins de risques environnementaux, et suffisamment de sources d'énergie renouvelables. Dans la concurrence pour ce segment d'infrastructure, les fournisseurs du marché privé comme Partners Group sont aussi actifs que les

entreprises privées comme l'entreprise familiale norvégienne Bulk Infrastructure, dont le bilan se compose toujours d'environ 50 % de fonds propres.

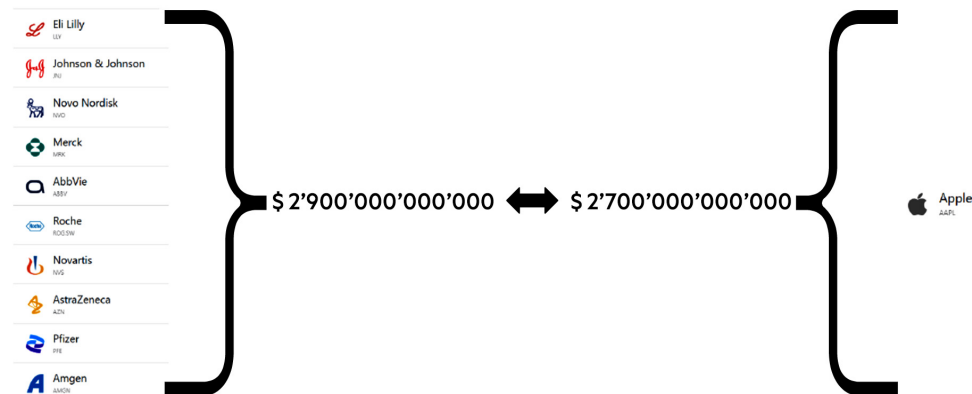
Il y a peu, nous avons acquis une obligation «verte» de cinq ans de Bulk Infrastructure, qui rapporte 7.0 % d'intérêt en francs suisses. Les centres de données sont alimentés par de l'électricité hydraulique bon marché, sont hautement efficaces en termes de CO2 et sont situés dans un environnement où la température moyenne annuelle est inférieure à 8 degrés Celsius, ce qui réduit considérablement les besoins en refroidissement. Leur réseau de fibre optique passe par le Royaume-Uni pour atteindre l'Amérique du Nord et est particulièrement apprécié par les géants de la tech qui alimentent le besoin croissant en centres de données en Europe en raison du règlement général sur la protection des données.

Sur le plan des fonds propres, nous profitons de l'engagement de Partners Group (+32 % depuis le début de l'année) dans le domaine des centres de données. Parmi les investissements sur le marché privé, l'infrastructure occupe une place de plus en plus importante chez Partners Group. Les investissements d'infrastructures sont souvent indexés sur l'inflation en termes de prix, ce qui veut dire qu'ils offrent une protection inhérente contre l'inflation. Partners Group est en train de lever des fonds avec le thème «Private Infrastructure» pour une structure de fonds «Evergreen» favorable aux investisseurs, ce qui pourrait permettre de lever jusqu'à 10 milliards de dollars d'argent frais.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	↗	Les hypothèques basées sur le SARON restent plus attractives que les hypothèques fixes à long terme. Nous y discernons un potentiel de baisse des taux à moyen terme.
Surfaces de vente et de bureaux CH	↘	→	Comme les loyers des bureaux sont indexés, les sociétés immobilières bénéficient de revenus locatifs en hausse malgré un taux d'actualisation plus élevé.
Fonds immobiliers CH	→	↗	Grâce à un taux d'intérêt de référence plus élevé, les immeubles de rendement génèrent des revenus locatifs plus importants, mais les années de boom aux réévaluations annuelles plus élevées sont révolues.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	La forte performance des infrastructures en septembre s'est manifestée par exemple chez BKW (+6 %) et Vinci (+2 %) ; d'autres ont subi des pertes de valeur modérées.

Actions

# Santé ou technologie ?



Capitulation boursière des 10 premières entreprises pharmaceutiques mondiales par rapport à celle d'Apple (Source : Bloomberg Finance LPI Graphique : Zugerberg Finanz)

Il est intéressant de constater que les dix principales entreprises pharmaceutiques (y compris Roche et Novartis) sont évaluées à peu près de la même manière qu'Apple. Ce qui fascine, c'est que toutes les innovations pharmaceutiques, diagnostiques et biotechnologiques des grandes entreprises mondiales prises ensemble sont évaluées à peine davantage que les innovations technologiques d'Apple.

Le dernier prix Nobel de médecine a été décerné à la recherche fondamentale sur l'ARNm, qui a permis de développer en peu de temps des vaccins contre le Covid qui ont probablement sauvé l'économie mondiale d'un désastre. Alors que l'on espère que les entreprises pharmaceutiques feront de grandes percées contre des maladies telles que la maladie d'Alzheimer et le cancer, Apple se contente manifestement d'innovations minimales. En tous les cas, la présentation de l'iPhone 15 n'a fait tomber personne de sa chaise. Si les smartphones accompagnent certes aujourd'hui l'existence des gens presque partout dans le monde, leur effet sur la santé ne saurait être comparé aux agents diagnostiques et thérapeutiques. Et pourtant, dans l'échelle de valeurs du marché des capitaux, des entreprises comme Apple et Microsoft figurent clairement en tête.

Ce ne sont pas seulement les géants de la tech, mais toutes les entreprises qui devront certainement s'occuper encore longtemps des thématiques du Big Data, du Cyber et de l'Intelligence artificielle (IA). Car au bout du compte, c'est la compétitivité des entreprises qui est en jeu. Pour les entreprises pharmaceutiques également, c'est incontournable si elles entendent conserver leur compétitivité. L'IA peut être utilisée à chaque étape du développement d'un nouveau médicament. De plus, les jeux de données anonymisés issus d'études antérieures peuvent être

réanalysés efficacement. Après la scission réussie de Sandoz, le CEO de Novartis, Vas Narasimhan, entend transformer Novartis (+17 % depuis le début de l'année) en une entreprise pharmaceutique de premier plan qui opère sur la base de plateformes destinées aux thérapies innovantes et à la science des données – faisant ainsi de l'IA une composante essentielle de l'avenir de Novartis. Ainsi, elle s'efforce d'engager les meilleurs talents et d'utiliser les meilleures technologies disponibles.

SAP (+30 % depuis le début de l'année) attend beaucoup du programme d'intelligence artificielle «Joule», qui fournira à l'avenir à sa clientèle des «réponses intelligentes» à de nombreuses questions. Selon le CEO de l'entreprise, Christian Klein, Joule a «le potentiel de modifier en profondeur les processus commerciaux des entreprises et le mode de travail de leurs collaborateurs». Quoiqu'il en soit, près de 87 % de l'ensemble des transactions commerciales dans le monde passent un jour ou l'autre par un programme de SAP. Cette quantité doit assurer la qualité et la fiabilité de l'IA de SAP.

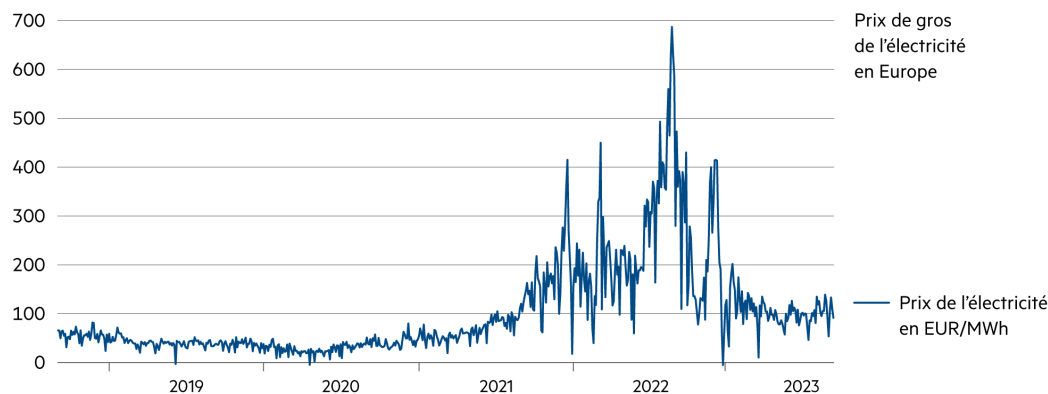
L'IA devrait en outre modifier profondément le marché du travail dans son ensemble. Les entreprises devront concevoir le travail davantage comme un actif que comme un coût, en particulier parce que les changements démographiques aggravent la pénurie de main-d'œuvre. À court et moyen terme, l'IA aidera à augmenter la productivité et à faire des prévisions. Cela peut améliorer les performances d'une filiale de magasin en analysant le comportement d'achat, l'approche des clients, les stocks, les rabais et les recommandations de livraison. Dans le même temps, cette technologie comporte également des risques, tels que l'abus et la cybercriminalité, ce qui rend nécessaire des investissements dans des mesures de protection adéquates (cybersécurité).

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗→	↗	En septembre, les principales entreprises du SMI ayant connu une hausse sont Swiss Re (+10 %) et Partners Group (+8 %) ; en revanche, baisse pour Richemont (-11 %) et Lonza (-13 %).
Actions Zone euro / Europe	↗→	↗	Avec un ratio cours/bénéfices de 11, l'Euro Stoxx 50 est l'un des marchés des actions les moins chers au monde. On y obtient beaucoup de substance pour peu d'argent.
Actions Etats-Unis	↗→	↗	Pour le trimestre final, nous nous attendons à une performance solide malgré la valorisation relativement élevée - stimulée également par des retours de trésorerie en actions américaines.
Actions Pays émergents	↗→	↗	Avec une bonne performance de +8 % en CHF, le Sensex 30 indien est depuis le début de l'année un solide générateur de valeur parmi les indices d'actions des pays émergents.



Placements alternatifs

## Les prix de l'électricité restent bas



Prix de gros de l'électricité en Europe au cours des 5 dernières années (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

Les cotations du pétrole brut sont 13 % plus élevées qu'au début de l'année. Mais cela constitue également la seule hausse des prix des matières premières. Les prix de gros de l'électricité ont encore nettement baissé au début du trimestre. Les prix du gaz en Europe sont également négociés à un niveau nettement inférieur à celui de l'année précédente. Actuellement, aucune pénurie ne se profile pour l'hiver, car la France a pu augmenter sa production d'électricité de 30 % par rapport à l'année précédente.

Les prix du pétrole brut de type Brent ont connu une forte hausse au cours des trois derniers mois et ont atteint un bon niveau, avec environ 92 dollars le baril au début du mois d'octobre. Toutefois, par rapport aux 86 dollars du début de l'année, il ne s'agit pas d'un changement révolutionnaire. Les prix ont augmenté en septembre, après que l'Agence internationale de l'énergie (AIE) a averti, dans son rapport mensuel, du risque de «déficit important de l'offre» au second semestre 2023. Selon les prévisions de l'AIE, la demande dépassera l'offre de 1.2 million de barils par jour en moyenne au cours du second semestre.

Ces prévisions optimistes ont insufflé un essor supplémentaire au rallye qui avait commencé à la mi-juin, car l'Arabie saoudite et la Russie ont réduit l'offre, tandis que la demande aux États-Unis et en Asie s'est avérée relativement stable. Les ventes de voitures dans le monde ont augmenté un peu plus que ce que beaucoup pensaient il y a peu, en raison de ventes accrues en Chine (les ventes ont augmenté de 27 % par rapport à 2019, pas de grève des acheteurs comme dans la construction de logements) et en Inde. La Chine et l'Inde sont les plus importants consommateurs de pétrole au monde, derrière les États-Unis. L'Union européenne a également annoncé une hausse impressionnante des ventes de voitures et une augmentation du trafic aérien.

La plupart des autres prix de l'énergie ont baissé dans le commerce de gros, y compris les prix du gaz européen. Le flux de gaz en provenance du plateau continental norvégien en direction de l'Europe s'est nettement amélioré après des travaux de maintenance. Par conséquent, il existe de bonnes chances pour que les prix du gaz en Europe s'effondrent, c'est-à-dire qu'ils se rapprochent de la parité du charbon (Asie) pour atteindre environ 22 euros/MWh ou moins. Les niveaux de remplissage de gaz en Europe sont élevés, en Allemagne par exemple, avec 96 %, soit environ 8 points de pourcentage au-dessus de la moyenne des années 2017 à 2021 (état au 1er octobre 2023).

Selon l'AIE, une organisation qui regroupe les principaux pays industrialisés dont le siège est à Paris, «le début de la fin de l'ère du pétrole» est arrivé. A présent, les experts estiment que le monde aura dépassé le pic de production de pétrole et de gaz en 2030, pour entrer ensuite dans la terre promise des énergies principalement renouvelables. Dans cette optique, il existe toujours une dépendance vis-à-vis de la Chine en ce qui concerne les cellules solaires.

La Chine a produit un niveau record de capacité de cellules solaires au cours du dernier trimestre, avec près de 600 GW. A titre de comparaison : la capacité (PV) totale en matière de photovoltaïque en service dans l'UE est d'environ 200 GW. Alors que la production photovoltaïque chinoise croît à un rythme impressionnant, dans le monde les prix des panneaux photovoltaïques s'effondrent. En Europe, les stocks de panneaux augmentent et les prix de l'électricité baissent. Entre-temps, on assiste à une augmentation massive de l'intérêt pour les batteries, le stockage d'énergie et les technologies afin de relever les défis de la transition énergétique «verte» engendrée par l'introduction rapide du photovoltaïque.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	Le prix de gros du gaz à Amsterdam est tombé à 36 euros/MWh début octobre 2023, soit 80 % de moins qu'à la mi-décembre 2022.
Or / Métaux précieux	→	→	Le prix de l'argent est de 22 dollars l'once, soit plus de 7 % de moins qu'au début de l'année. Le prix de l'or reste pratiquement inchangé à 1'848 dollars l'once.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Même couvertes en francs suisses, les solutions ILS n'ont jamais été aussi intéressantes depuis au moins dix ans.
Private Equity	→	↗	La solution «Listed Private Equity» au sein de notre portefeuille a progressé de 13 % depuis le début de l'année. Cette évolution devrait se poursuivre jusqu'à fin 2024 grâce à un marché des IPO revitalisé.

## Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		30.09.2023	09/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
<b>Actions</b>							
SMI	CHF	10'963.5	-1.5%	+2.2%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'368.6	-2.0%	+4.6%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'386.6	-2.5%	+8.3%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'135.1	-1.4%	+8.0%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	28'243.3	-1.0%	+16.7%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'608.1	+2.1%	+2.2%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'174.7	-1.8%	+7.8%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	33'507.5	0.0%	+0.3%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'288.1	-1.5%	+10.8%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	13'219.3	-2.4%	+25.3%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	31'857.6	-1.5%	+6.2%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	65'828.4	+4.7%	+6.8%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'853.2	-1.0%	+8.7%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	952.8	+0.7%	-1.2%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligations (divers)</b>							
		30.09.2023	09/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	149.1	-1.9%	-2.0%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	173.6	-2.3%	-1.8%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	319.0	-1.4%	+2.1%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	249.1	-2.5%	-1.9%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Emprunts d'Etat</b>							
		30.09.2023	09/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
SBI Dom Gov	CHF	169.7	-2.0%	+6.3%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	135.8	-2.6%	-4.7%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	170.6	-2.9%	-1.5%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Obligations d'entreprise</b>							
		30.09.2023	09/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	176.9	-0.1%	+2.8%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	176.0	-3.1%	-3.3%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	554.0	-1.6%	+2.5%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	157.1	-1.0%	+1.0%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	274.0	+0.2%	+4.8%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Placements alternatifs</b>							
		30.09.2023	09/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Or Spot CHF/kg	CHF	54'399.3	-1.3%	-1.7%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	104.8	+2.4%	-7.8%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'215.0	+2.2%	-0.2%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
<b>Devises</b>							
		30.09.2023	09/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Dollar / franc suisse	CHF	0.9153	+3.6%	-1.0%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9676	+1.0%	-2.2%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.6129	+1.0%	-13.1%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1167	-0.3%	-0.2%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

Toutes les données publiées ici sont transmises à titre d'information uniquement et n'ont pas valeur de conseil ou recommandation en matière de placement ou autre. La présente publication est fondée sur des sources accessibles au public, que nous considérons comme fiables et valables. Nous déclinons toute responsabilité quant à l'exactitude et / ou l'intégrité des informations communiquées. Cette publication s'adresse exclusivement aux clients / intéressés établis en Suisse, et les informations légales figurant dans les mentions légales sur le site [www.zugerberg-finanz.ch](http://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](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch). Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 30/09/2023 ; données économiques au 30/09/2023 ; pronostics économiques au 30/09/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.