



Colline de moraine dans la lumière du matin près de l'Oelegg, avec derrière le Sântis et le Speer (Photo : Andreas Busslinger)

## Ralentissement et accélération simultanés

L'économie mondiale subit actuellement une phase de ralentissement et d'accélération simultanée par endroits. En Amérique du Nord, les augmentations des taux directeurs déploient progressivement leurs effets et génèrent le ralentissement tant convoité. Au troisième trimestre, la croissance économique a été plus forte que prévu (4.9 %). Des craintes de voir de nouvelles hausses des taux d'intérêt se produire ont fait leur apparition.

Pour la banque centrale américaine, la Réserve fédérale (Fed), trouver la politique monétaire optimale reste un exercice d'équilibriste. Dans ce contexte, l'évolution réjouissante des taux d'inflation et l'équilibre grandissant des forces sur le marché du travail répondent à ses souhaits. Nous pensons que les taux directeurs ont atteint leur point culminant. Les conditions financières plus strictes, les coûts élevés du

capital pour les prêts hypothécaires et les bourses d'études, la diminution de l'épargne et l'accalmie perceptible sur les marchés de l'emploi engendrent actuellement un ralentissement sensible de la croissance.

Pour les taux d'intérêt, cela signifie qu'ils devraient rester à leur niveau actuel jusqu'au milieu de l'année prochaine. Entretemps, une récession avec des scénarios plus rapides de baisse des taux a été éliminée de la courbe des taux. Plutôt, les marchés devraient connaître un ralentissement progressif, suivi d'un aplatissement dans la fourchette de 3 à 4 %. Enfin, en ce qui concerne la croissance en Chine et en Inde, elle connaît actuellement une accélération, comme l'ensemble de la région asiatique, ce qui devrait également avoir un effet positif sur l'Europe de l'Ouest à partir du premier trimestre 2024.

## Un mois d'octobre décevant

Le conflit au Proche-Orient a suscité l'angoisse auprès des investisseurs en actions. L'indice américain S&P 500, le plus grand et le plus liquide des indices nationaux, a affiché une performance de -2.7 % et l'indice large Stoxx Europe 600 -4.2 %. Le rendement de l'indice des fonds immobiliers suisses a également été décevant (-4.3 %), même si le Swiss Market Index (SMI) a fait encore pire avec -5.2 % en octobre.

Les obligations sont restées plus stables que les actions, malgré le fait que les cours aient également baissé. L'indice obligataire mondial a perdu 1.0 % (couvert en francs), soit un peu plus que ce que nous avons pu observer dans les solutions obligataires que nous utilisons. En revanche, sur les marchés des actions, le rendement mensuel s'est avéré très négatif : la baisse du SMI a été telle que les actions suisses ont chuté en dessous de leur niveau de début d'année. Même si nous nous attendons à de nouvelles fluctuations à court et moyen terme, les valorisations sont tombées à un niveau intéressant dans une perspective à long terme. En effet, les rendements des obligations de la Confédération de longue durée ou la rémunération des dépôts à terme ne peuvent

pas cacher le fait qu'ils ne sont même pas en mesure de compenser le renchérissement. Les valeurs réelles permettent de faire nettement mieux.

En octobre, les solutions avec la plus faible part d'actions ont enregistré proportionnellement la plus faible baisse de valeur : c'est dans la classe de risque 1 (Revo1 -1.3 % et R1 -1.8 %) que cette baisse a été la plus faible. Dans la classe de risque 3 «équilibrée», la performance mensuelle a été de -3.0 %.

Si l'on considère les pertes des actions du SMI, il est vrai que les solutions stratégiques axées sur les dividendes (par exemple RevoDividendes -4.0 %, R Dividendes -3.6 %) ont enregistré une performance légèrement meilleure en termes relatifs, sans toutefois représenter une consolation face à un mois d'octobre décevant. Néanmoins, depuis fin octobre, les marchés sont repartis à la hausse et le mois de novembre a très bien commencé. Nous prévoyons des cours plus élevés en fin d'année.

## Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Octobre 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-1.8% ↓	+0.5% ↑
Zugerberg Finanz R2	-2.7% ↓	+1.9% ↑
Zugerberg Finanz R3	-3.3% ↓	+2.4% ↑
Zugerberg Finanz R4	-3.8% ↓	+3.4% ↑
Zugerberg Finanz R5	-2.9% ↓	+3.2% ↑
Zugerberg Finanz RDividendes	-3.6% ↓	+6.2% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-1.3% ↓	+1.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-2.5% ↓	+2.8% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-3.0% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-3.5% ↓	+3.8% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-4.1% ↓	+4.3% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-4.0% ↓	+6.8% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-4.7% ↓	-9.9% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-6.4% ↓	-14.1% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-8.0% ↓	-17.8% ↓

## Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Octobre 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-1.1% ↓	-0.4% ↓
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-1.1% ↓	+0.6% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-1.7% ↓	+1.6% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-1.9% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-2.1% ↓	+2.4% ↑

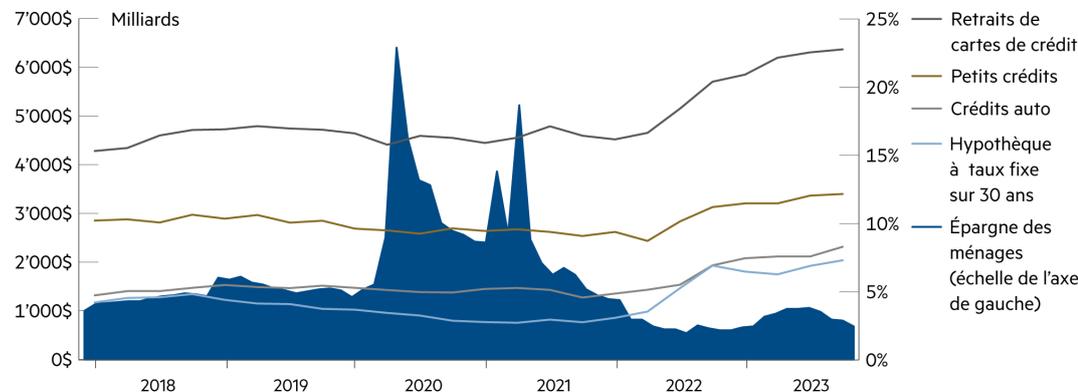
## Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Octobre 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-1.3% ↓	+1.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-2.5% ↓	+2.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-3.0% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-3.5% ↓	+3.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-4.1% ↓	+4.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-4.0% ↓	+6.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-4.7% ↓	-9.9% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-6.4% ↓	-14.1% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-8.0% ↓	-17.8% ↓

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

Macroéconomie

## Ralentissement économique aux États-Unis



Taux d'intérêt des crédits pour le consommateur américain (Source : FED Consumer Credit Report, Freddie Mac Market Surveys | Graphique : Zugerberg Finanz)

Après une croissance supérieure à sa tendance au troisième trimestre, l'économie américaine commence à entrevoir le ralentissement souhaité au quatrième trimestre. Ce ralentissement est notamment imputable à la hausse des taux des crédits. Désormais, un crédit hypothécaire coûte déjà nettement plus de 7 %, un leasing automobile se solde par des frais d'intérêts de plus de 8 % ; pour les crédits à la consommation, ce sont 12 %, et dans le domaine des découverts de cartes de crédit, ce sont des taux élevés de 23 %.

Aux États-Unis, on assiste à un ralentissement temporaire de la croissance, car les conditions de financement se sont sensiblement durcies dans toute l'économie. Dans ce cycle conjoncturel, la politique monétaire restrictive a une durée de transmission supérieure à la moyenne sur le plan des effets, car les consommateurs résilients ont pu vivre plus longtemps que prévu sur les excédents d'épargne généreux de la période pandémique. Pourtant, la chaîne de fast-food McDonald's a réalisé récemment un chiffre d'affaires supérieur à la moyenne, alors que les chaînes de steakhouse onéreuses ont souffert du changement de comportement progressif des consommateurs.

Néanmoins, il ne faut pas s'attendre à un effondrement de la conjoncture. D'un point de vue économique, non seulement les revenus issus des salaires ont augmenté (salaires plus élevés, davantage de personnes actives), mais également la productivité. Étant donné que l'inflation poursuit sa tendance à la baisse, la hausse des salaires nominaux correspond également à une augmentation des salaires réels. Bien que dans la plupart des pays de l'OCDE, le niveau plus élevé des taux d'intérêt engendre également un ralentissement de la croissance, on ne peut toutefois pas parler de choc de récession.

En Europe, la croissance est faible. Néanmoins, l'indice des directeurs

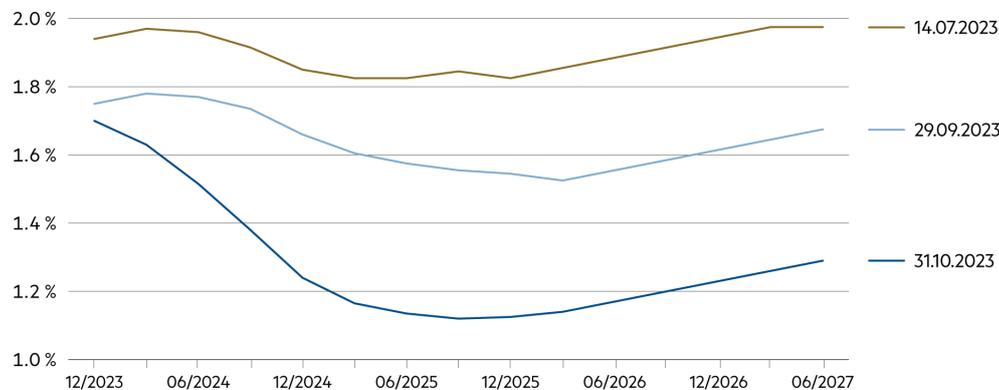
d'achat ne représente pas un indicateur précis de l'ensemble de l'économie. Récemment, le troisième trimestre américain a montré à quel point les prévisions médianes pouvaient se tromper : le trimestre avait déjà quatre semaines, et la prévision était toujours de +0.5 %. En fin de compte, la croissance réelle a atteint +4.9 % (!). La seule institution importante qui a correctement évalué cette croissance est la banque centrale américaine avec ses prévisions «GDPnow». Si on l'applique cette réflexion à l'Allemagne, il est également intéressant de constater que la Bundesbank se situe en zone positive avec son indice d'activité hebdomadaire. Le taux de croissance implicite du PIB pour les treize dernières semaines jusqu'à fin octobre par rapport aux treize semaines précédentes est de +0.3 %. Il ne s'agit pas d'une récession.

Pour la Chine, deuxième économie mondiale, nous tablons sur une légère amélioration de la croissance au quatrième trimestre, car le déstockage s'atténue, les mesures d'assouplissement fiscales et monétaires sont renforcées et les exportations se stabilisent. Il en résulte à notre avis une prévision de croissance du PIB d'environ +5 % pour les 12 prochains mois. À moyen terme, les défis tels que le ralentissement persistant de l'immobilier, l'évolution démographique défavorable et l'endettement implicitement élevé des collectivités locales restent intacts. Cependant, la Chine a également envoyé un signal clair indiquant qu'une croissance plus faible ne serait pas tolérée. Le président Xi Jinping a rendu visite à la Banque populaire de Chine – la première visite connue depuis son entrée en fonction il y a une décennie. Peu de temps après, la Chine a annoncé l'émission d'obligations d'État spéciales supplémentaires pour une valeur d'un milliard de RMB au quatrième trimestre, ce qui augmentera effectivement les dépenses publiques de 0.8 % et portera le déficit budgétaire central de la Chine à 3.8 % d'ici 2023.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗→	↗	Certains dogmaticiens prévoyaient une récession imminente dans les 6 à 12 mois suivant le début de l'inversion de la courbe des taux. Les perspectives se sont toutefois améliorées.
Zone euro, Europe	↗→	↗	La dernière évaluation de la BCE prévoit une croissance positive l'année prochaine, ce qui signifie que le creux actuel sera bientôt dépassé.
Etats-Unis	↗→	↗	Au quatrième trimestre, la croissance du PIB devrait sensiblement se réduire par rapport au troisième trimestre (+4.9 %). L'inflation recule également et stabilise les taux d'intérêt.
Reste du monde	↗	↗	En Asie, le secteur technologique en particulier commence à reprendre de la vigueur. Du Mexique à l'Inde, on observe des taux de croissance supérieurs à la moyenne.

Liquidités, devises

## Importante baisse des anticipations en matière de taux directeurs



Anticipations des taux directeurs en Suisse au moyen du Saron-Future à 3 mois (Source : Bloomberg Finance LP) Graphique : Zugerberg Finanz)

**Le Saron-Future à trois mois a nettement baissé en octobre, de manière encore plus prononcée par rapport à l'estimation du marché d'il y a trois mois. Les taux hypothécaires basés sur le Saron ont baissé, et l'on s'attend à ce qu'ils baissent encore ces prochains mois. C'est pourquoi le moment est mal choisi pour s'engager excessivement dans des contrats à long terme.**

Au printemps, les liquidités étaient rares dans le système financier suisse, et une grande méfiance régnait entre les banques. Dans le secteur bancaire, le stress était palpable. Depuis lors, la situation de refinancement entre les banques s'est nettement détendue. Les taux de swap ont diminué depuis le rachat de Credit Suisse par l'UBS. Désormais, tous ceux qui paient des taux de crédit basés sur le Saron profitent de cette situation d'accalmie sur le marché. Si l'on tient compte des prix des Futures, la situation pourrait encore s'améliorer ces deux prochaines années. Il s'agit à présent de faire preuve de confiance et de patience.

Pendant les périodes calmes, les taux de swap ont une prime faible constante par rapport à l'emprunt de la Confédération de même échéance, par exemple de 2015 à 2021. Toutefois, ils peuvent également subir des fluctuations considérables. D'une part, la Banque nationale suisse (BNS) réduit l'offre de refinancement parmi les banques en augmentant fortement les taux d'intérêt (2022/23). Cela entraîne une hausse générale des primes de risque – la différence entre le taux swap et les obligations de la Confédération.

D'autre part, une crise est en mesure de modifier la demande d'obligations de la Confédération au point que les rendements baissent et se

détachent des taux de swap. Depuis le début de l'année, les rendements des obligations de la Confédération à dix ans ont reculé de 1.5 % à 1.0 %. Cela a été observé uniquement en Suisse, considérée comme une «valeur refuge». Dans tous les autres pays, les rendements des emprunts d'État à dix ans ont augmenté, parfois même très nettement.

Toutefois, l'opinion selon laquelle les rendements obligataires vont baisser commence à devenir majoritaire. La lutte contre les taux d'inflation élevés a été couronnée de succès. Dans la zone euro, ils sont passés en un an de 10.6 % à 2.9 % et sont donc repassés en-dessous de 3 % pour la première fois depuis la mi-2021. C'est davantage que ce que tout le monde attendait et peu éloigné de l'objectif de 2 % de la BCE. On observe un phénomène similaire aux États-Unis. Sur les deux rives de l'Atlantique, les banques centrales indiquent qu'il serait «absolument prématuré» d'envisager une baisse des taux directeurs. Il est vrai que la politique monétaire restrictive commence à déployer tous ses effets, et qu'il convient de ne pas la relâcher trop tôt.

Toutefois, la baisse importante de l'inflation augmente naturellement les attentes de baisses des taux directeurs, qui sont généralement anticipées sur le marché des capitaux. Les marchés apprécient cette discussion, car la baisse des taux d'inflation, des taux d'intérêt et des rendements du marché des capitaux est au bout du compte la clé d'une croissance économique à nouveau plus élevée à l'avenir. Ils sont également les moteurs des fusions et acquisitions et stimulent les marchés privés. Tous les investisseurs en actifs réels en profitent, et les investisseurs en actifs nominaux à long terme de toute façon.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	➔➤	➤➔	Les dépôts à terme restent peu attractifs en comparaison avec les perspectives de rendement nominal des placements en titres pour les prochaines années.
Euro / Franc suisse	➔	➔	Avec un faible 0.96, le taux de change permet la poursuite de la cure de remise en forme de l'économie suisse, qui doit réagir par des gains de productivité.
Dollar américain / Franc suisse	➔➤	➤➔	Le franc suisse a récemment évolué à la hausse dans le sillage du «risk-off». Le taux de change (-0.5 % en octobre) se situe à 0.91 et a un potentiel de dépréciation.
Euro / Dollar américain	➤➔	➤➔	La principale paire de devises se situe à la fin du mois à 1.06, soit peu de changement par rapport au début de l'année - malgré des taux d'intérêt plus bas dans la zone euro.

Obligations

## Des années de rendement intéressantes en perspective



Évolution des rendements des obligations d'État et des obligations d'entreprises en USD, de 2006 à 2023 (Source : Bloomberg Finance LP | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Dans le domaine des obligations, nous sommes à la veille d'une année de rendement attrayante. La période des taux d'intérêt négatifs et nuls est révolue. De cette période, il reste des obligations dont les cours ont été poussés largement en dessous de leur prix d'émission. Désormais, une phase de reprise s'annonce, d'autant plus que la période douloureuse des plus fortes hausses des taux directeurs des 50 dernières années est maintenant derrière nous. Face au ralentissement de l'inflation, il est à nouveau possible de tabler sur une hausse des cours des obligations.**

Aux États-Unis, le rendement des bons du Trésor à dix ans est de 4.9 %. Celui qui investit dans des obligations d'entreprises perçoit en sus une prime de risque d'environ 1.2 % avec une bonne notation «A». Cela fait des obligations d'État à long terme, mais aussi des obligations d'entreprises solides, un placement attractif.

Pour les investisseurs en obligations, ces derniers mois ont représenté un défi considérable. Comme la Réserve fédérale, les banques centrales ont persisté dans leur politique monétaire restrictive et annoncé qu'il n'y aurait pas de baisse des taux d'intérêt prochainement, ce qui a provoqué une réévaluation des obligations à plus longue échéance, notamment parce que le risque de récession a été éliminé de la courbe des taux. En trois mois seulement, le rendement d'un bon du Trésor à dix ans est même passé temporairement de 4.2 % à plus de 5.0 % et celui d'un bon du Trésor à 20 ans de 4.4 % à 5.3 %. Une répartition de la courbe des taux de cette ampleur est exceptionnelle également à la lumière des perspectives conjoncturelles à court terme.

L'évolution des rendements et le potentiel d'augmentation des cours des obligations ont entraîné en octobre une importante fuite des

actions américaines et un afflux vers les bons du Trésor américain. Et ces rendements deviennent également une référence pour les autres classes d'actifs. L'immobilier de rendement américain a perdu de la valeur, car le rendement «sans risque» plus élevé a permis d'obtenir des taux d'actualisation plus élevés. Dans un premier temps, l'économie est restée forte et résiliente. L'augmentation des personnes actives, l'épargne excédentaire et les hausses de salaires modérées ont permis de maintenir la consommation et à l'économie américaine de se développer fortement. On observe notamment des signes clairs indiquant que le marché du travail américain retrouve un certain équilibre, ce qui favorise le recul de l'inflation et élimine le risque d'une spirale prix-salaires.

En dépit de cette résilience de l'économie, nous restons prudents face à une récession, d'autant plus que nous n'investissons pas seulement dans des obligations d'État, mais surtout de manière disciplinée dans des obligations d'entreprises. La majorité des entreprises qui se sont financées au moyen d'emprunts sur le marché des capitaux ces dernières années sont en mesure de faire face à des taux d'intérêt plus élevés. C'est pourquoi nous ne craignons pas une vague d'insolvabilité, d'autant plus que le principal engagement en-dehors de la zone franc se situe dans la zone euro, où le taux directeur a atteint un pic d'environ 4 %, soit environ 1.5 % de moins qu'aux États-Unis. Il convient de ne pas oublier que l'émission d'une obligation constitue une dette nominale. Si une entreprise est en mesure d'augmenter son chiffre d'affaires et son revenu brut dans un environnement inflationniste uniquement en adaptant ses prix, ce à quoi on peut s'attendre, il lui reste au bout du compte davantage de capacité financière nominale pour servir les intérêts et s'acquitter de ses dettes.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→ ↗	La probabilité d'une récession aux États-Unis a été éliminée de la courbe des taux au cours des trois derniers mois. Cela a engendré une chute des cours et une importante augmentation des rendements à long terme.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Actuellement, il est possible d'exploiter activement la diversité des conditions macroéconomiques des pays et des marchés les plus divers pour obtenir un large éventail de rendements.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Les perspectives du marché pour les obligations hybrides disposant d'une notation High Grade se sont considérablement améliorées et permettent d'envisager les années à venir avec sérénité.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

## Embellie des perspectives



Investir dans le développement économique mondial avec des obligations d'entreprises – Port à conteneurs de Singapour (Source de l'image : stock.adobe.com)

**Au cours des douze derniers mois, la manière d'investir dans les obligations a joué un rôle important. Alors que l'indice mondial des obligations en francs suisses a connu une variation de valeur de -2.6 %, le Swiss Bond Index a progressé de +3.0 %. Au cours de la même période, les rendements du Zugerberg Income Fund (+3.2 %) et du Credit Opportunities Fund (+2.9 %) se sont situés au même niveau. Dans ces solutions obligataires, le rendement à l'échéance est toutefois plus élevé, ce qui signifie que les perspectives sont meilleures.**

Dans la zone euro, l'inflation est tombée à +2.9 %, soit son niveau le plus faible depuis plus de deux ans. Cela renforce notre opinion selon laquelle la BCE devrait effectuer jusqu'à trois baisses des taux directeurs au cours des douze prochains mois. Le travail principal est fait, il s'agit maintenant de le peaufiner. De plus, l'économie au sein de la zone euro se refroidit sans qu'une politique monétaire aussi restrictive soit nécessaire. En Suisse également, les pressions inflationnistes diminuent. Il en va de même aux États-Unis, où le risque d'une spirale prix-salaires a pu être écarté. Dernièrement, de nombreux changements ont eu lieu sur le marché du travail, qui évolue désormais pratiquement à l'équilibre. Les prix des matières premières (-7.3 % depuis le début de l'année) ont également contribué à faire reculer rapidement les taux d'inflation élevés. Toutefois, l'indice de confiance des consommateurs a baissé moins que prévu en octobre, même s'il a atteint son niveau le plus bas depuis mai 2023.

Les obligations négociées en dollars et en euros, en particulier, sont prometteuses pour les investisseurs qui tablent sur un avenir économique plutôt sombre. En général, les banques centrales réagissent par des baisses de taux d'intérêt durant les phases d'inflation modérée (ce

qui est de plus en plus le cas actuellement) et de ralentissement économique. De telles baisses sont particulièrement intéressantes lorsque la durée résiduelle des obligations est relativement élevée. Cela suppose toutefois que l'on dispose de solvabilités solides et de modèles d'entreprise à cash-flow important.

Concrètement, il existe des rendements à l'échéance sur les obligations à long terme, par exemple celles de Holcim (par ex. 2033 : 4.5 % p. a. de rendement en euros ; 2046 : 6.9 % p. a. de rendement en dollars), qui sont surtout intéressants car les rendements à l'échéance dans ces monnaies devraient nettement diminuer dans le cadre de la baisse des taux directeurs au cours des deux prochaines années. Il en résultera non seulement les revenus du coupon, mais également une plus-value (exonérée de l'impôt sur le revenu) sur le cours de l'obligation.

Le portefeuille ZIF a été activement amélioré avec 25 transactions au total afin de pouvoir profiter de la baisse des taux d'intérêt. Ces ajouts au portefeuille comprennent des obligations à long terme de Johnson & Johnson, Roche et Sandoz (groupe de santé), de la filiale de Deutsche Telekom T-Mobile (communication), d'AMAG Leasing (covered bond avec notation AAA) ainsi que du Fonds européen de stabilité, de la République d'Autriche et de la ville de Zurich, ainsi que des lettres de gage de deux banques suisses.

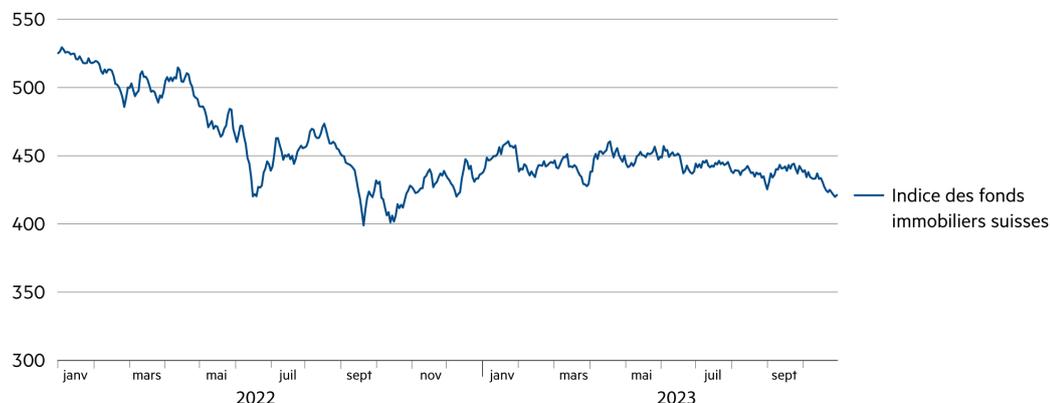
Dans le portefeuille du COF, la solvabilité et la durée ont également été augmentées au moyen de 12 transactions. Une obligation de T-Mobile a également été ajoutée, ainsi qu'une obligation de l'entreprise familiale du Sud de l'Allemagne Adler Pelzer (fournisseur automobile dans le domaine des solutions acoustiques et de l'efficacité thermique pour améliorer le confort de conduite).

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+0.8 %	+0.3 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-13.0 % (-2.5 %)	+20.2 % (+1.7 %)
Quantité de mois de performance positive :	52 %	66 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	249 BP (+10 PB)	744 BP (+91 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

## Les fonds immobiliers suisses restent sous pression



Évolution de l'indice des fonds immobiliers suisses du 1.1.2022 au 31.10.2023 (Source : SXI Real Estate Funds Total Return Index SWIIT | Graphique : Zugerberg Finanz)

**La hausse des taux d'intérêt et des taux d'actualisation pour les évaluations immobilières entraîne un recul durable des fonds immobiliers suisses (SWIIT). Avec un rendement global de -19.0 % à fin octobre 2023, ils restent nettement en zone négative depuis le début de l'année 2022. Les fonds immobiliers suisses ne sont pas non plus parvenus à suivre le rendement global de -14.4 % de l'indice phare des actions suisses SMI.**

D'une manière générale, on investit dans des fonds immobiliers pour obtenir un effet de diversification et disposer d'un pilier de soutien en cas de crise. Pourtant, ce prétendu stabilisateur de crise a récemment connu un échec. Les placements immobiliers, une fois considérés comme capables de résister aux crises, n'ont rien pu faire contre la hausse des taux d'intérêt et des taux d'actualisation. Cependant, on constate que l'indice des actions suisses des petites et moyennes entreprises (indice SPIEX) a perdu 25.4 % durant la période de comparaison, ce qui est nettement supérieur à l'indice SWIIT.

La majeure partie de la baisse de valeur a eu lieu en 2022. Cette année, l'indice immobilier se situait «encore seulement» à -4.3 % supplémentaires, c'est-à-dire qu'après l'importante correction, une stabilisation à un niveau inférieur d'environ 20 % à celui de fin 2021 semble se dessiner. Pour que la reprise se poursuive, il faudrait que les taux d'intérêt baissent et que le facteur d'actualisation diminue à nouveau de manière substantielle.

Actuellement, les chances de revalorisation demeurent faibles. C'est particulièrement vrai dans l'immobilier institutionnel. L'ETF, qui repro-

duit intégralement l'indice suisse de l'immobilier avec une stratégie de réplification depuis 14 ans, présente un taux de frais annuel de 0.98 %. Le rendement de 2.6 % reste dans un cadre plutôt modeste et a stagné au cours des cinq dernières années. En tenant compte de la baisse des cours, les fonds immobiliers suisses ont permis dans la meilleure hypothèse de préserver le capital depuis quatre ans, avec un rendement net de -0.4 % sur l'indice, sans les frais de l'ETF.

Dans le domaine de l'immobilier privé à des fins d'habitation, les débiteurs profitent du fait que les taux d'intérêt des crédits hypothécaires sont tombés en octobre à leur plus bas niveau annuel. Le taux indicatif pour une période de deux ans est de 2.4 %, mais il est possible de trouver des offres plus avantageuses qu'une marge de 0.9 %. Dans le domaine des taux à 2 et 3 ans, la courbe des swaps a baissé d'environ 0.5 % par rapport à fin mars (1.5 % au lieu de 2.0 %) et a perdu 28 points de base pendant le seul mois d'octobre.

Par conséquent, les hypothèques à taux fixe sont redevenues attrayantes, et pas seulement en raison de la sécurité de planification qu'elles représentent. Il n'est pas certain que les crédits hypothécaires basés sur le Saron redeviennent plus avantageux à l'avenir. Celui qui conclut une hypothèque fixe à 2.4 % dispose, après correction fiscale, d'une charge d'intérêts d'environ 1.6 % – sans fluctuations trimestrielles. Cela correspond à des conditions de financement qui se situent au niveau du taux d'inflation attendu. Il s'agit là d'un niveau très intéressant sur le long terme, en particulier pour ceux qui prévoient une augmentation réelle de la valeur de leur bien immobilier à long terme.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	↗→	Les hypothèques basées sur le Saron pourraient bientôt redevenir plus avantageuses. Les personnes qui souhaitent planifier en toute sécurité ont actuellement recours aux hypothèques fixes avantageuses.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↘	→	Les sociétés immobilières bien positionnées disposent encore aujourd'hui de solides agios. Il convient toujours d'éviter les sociétés avec des disagios (comme signal de marché !).
Fonds immobiliers CH	→	↗→	Certains fonds restent attractifs, mais environ deux tiers des fonds doivent encore être évalués à la baisse. La VNI a été propulsée trop haut récemment.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	La performance des infrastructures en octobre s'est exprimée à travers Engie et RWE (environ +3 % chacune). Des entreprises comme Flughafen Zürich (-3 %) présentent un potentiel important.

Actions

## Bénéfices en augmentation

Après les rapports du troisième trimestre 2023, nous constatons que les bénéfices des entreprises ont encore nettement augmenté par rapport à l'année précédente. Les estimations de bénéfices de ces entreprises dans la perspective de 2024 ont également été revues à la hausse au cours des trois derniers mois. Cela signifie qu'aucun changement majeur n'aura lieu pour l'instant, car l'évolution des bénéfices des entreprises de nos portefeuilles se situe nettement au-dessus de la moyenne du marché.

En octobre, les indices boursiers ont subi des baisses massives dans le monde entier. Le SMI suisse, plutôt connu pour son caractère défensif, a affiché une performance particulièrement négative avec -5.2 %. Les marchés d'actions européens ont connu des baisses de cours d'environ -4.2 % (Stoxx Europe 600). Avec l'indice S&P 500 largement diversifié, les États-Unis ont connu une baisse un peu moins conséquente (-2.7 %).

Il y a toutefois lieu de constater qu'à court et moyen terme, les marchés réagissent de façon particulièrement forte aux facteurs externes, raison pour laquelle nous nous concentrons moins sur les résultats trimestriels individuels que sur l'évolution à moyen terme du chiffre d'affaires, des marges et des bénéfices.

Nous constatons en outre que l'inflation globale a reculé plus rapidement que ne le prévoyaient les marchés. Bien que l'inflation ait encore de beaux jours devant elle à cause de certaines composantes persistantes et que les tensions géopolitiques, comme celles au Moyen-Orient, pourraient rendre les prix du pétrole plus volatils à court terme, toutefois de telles périodes d'incertitudes «d'investissement» ont toujours fait partie du contexte de placement dans le passé.

S'agissant de la croissance, les résultats des entreprises nous montrent qu'elle s'est avérée bien meilleure que prévu, en particulier aux États-Unis. Parallèlement, les conditions financières plus strictes, le coût élevé du capital, la baisse de l'épargne réalisée lors de la pandémie et le ralentissement du marché du travail ont provoqué un ralentissement de la croissance. Toutefois, les leaders du marché auxquels nous accordons une importance particulière dans nos portefeuilles, connaissent une

croissance supérieure à la moyenne – également dans les années à venir et pour plusieurs raisons.

Étant donné qu'un retour progressif des taux d'intérêt à un niveau plus faible est en train de se dessiner, cela sera également pris en compte à moyen terme dans le modèle d'actualisation utilisé pour l'évaluation des actions, ce qui aura pour effet d'augmenter la valeur actuelle des futurs résultats des entreprises. Au vu de ces perspectives, il est très intéressant actuellement d'investir de manière sélective dans des valeurs réelles ayant des caractéristiques supérieures à la moyenne (position sur le marché, solidité du bilan, pouvoir en matière de fixation des prix).

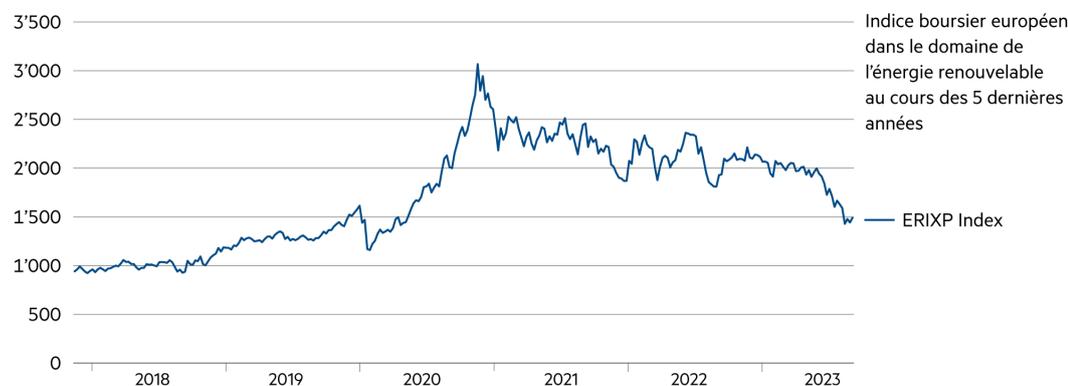
Les rendements sur dividendes suisses restent attractifs : alors qu'à l'étranger, les rendements des emprunts d'État à dix ans dépassent souvent largement le rendement sur dividendes des actions, c'est exactement l'inverse en Suisse. Actuellement, le rendement des obligations de la Confédération est de 1.0 %, ce qui est même inférieur au taux d'inflation. Le rendement de distribution (dividendes et remboursements de valeur nominale exonérés d'impôt) devrait à lui seul atteindre 4.6 % dans notre portefeuille Revo Dividendes. Dans ce contexte, il faut garder à l'esprit qu'une part importante des bénéfices est thésaurisée dans les entreprises et non distribuée. Le rendement des bénéfices au sein de Revo Dividendes est de 8.3 % : 3.7 %, soit environ 45 % des bénéfices des entreprises, sont thésaurisés et utilisés pour le financement interne de la croissance, ce qui à moyen terme devrait entraîner une hausse des bénéfices.

Et c'est là précisément le cœur du problème : poule ou œuf ? Celui qui ne se préoccupe pas du poids des poules, mais du nombre d'œufs pondus chaque année, peut être tranquille : depuis que nous avons créé le portefeuille de dividendes, les distributions en espèces ont toujours augmenté d'année en année – et d'une manière bien supérieure à la moyenne du SMI. Les stratégies de dividendes restent attractives pour les investisseurs suisses, car l'écart entre les rendements des dividendes et les rendements des obligations de la Confédération à dix ans a déjà augmenté de 70 points de base cette année.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗→	↗	En octobre, les principales sorties du SMI ont été à la hausse Logitech (+12 %), Swiss Re (+5 %), Zurich (+3 %), Swiss Life (+2 %) ; à la baisse Alcon (-9 %) et Lonza (-26 %).
Actions Zone euro / Europe	↗→	↗	Après le mauvais résultat trimestriel de Tesla et la pression sur les prix sur le marché des VE, les cours des constructeurs automobiles européens ont également connu une baisse substantielle.
Actions Etats-Unis	↗→	↗	Au S&P 500, le bénéfice par action sera d'environ 220 USD en 2023. Le consensus prévoit une tendance vers 240 USD (+9 %) en 2024.
Actions Pays émergents	↗→	↗	Les estimations deviennent de plus en plus faciles, car les plus fortes baisses des taux directeurs au cours des deux prochaines années sont à venir dans les pays émergents.

Placements alternatifs

## Pression sur les prix dans le secteur des énergies renouvelables



Indice boursier européen dans le domaine de l'énergie renouvelable au cours des 5 dernières années (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

Dans le domaine des énergies renouvelables, la pression sur les prix est énorme. En ce qui concerne les parcs solaires, la pression vient de la Chine, et pour les parcs éoliens, de la situation de surcapacité existant actuellement en Europe. De plus, la hausse des taux d'intérêt, les coûts de production inflationnistes ainsi que certains problèmes ponctuels de chaîne d'approvisionnement ont été à l'origine de défis importants. La croissance du marché est considérable et pourtant, le retour à la rentabilité reste nécessaire pour attirer à nouveau davantage de capitaux.

Malgré une croissance considérable et les énormes progrès réalisés en matière de soutien des pouvoirs publics, l'énergie propre a récemment connu des turbulences sur les marchés boursiers. L'indice boursier européen de l'énergie renouvelable comprend les actions les plus importantes et les plus liquides dans les domaines de l'eau, de l'éolien, de la géothermie, de la biomasse et du solaire. L'indice est déjà 29.1 % plus bas qu'au début de l'année (l'indice mondial se situe même à -34.1 %). Les taux de crédit plus élevés rongent les marges et parfois, les prix d'achat garantis de l'énergie ne sont pas indexés sur l'inflation. A cela viennent s'ajouter la lenteur des procédures d'autorisation et des capacités de réseau insuffisantes pour vendre et distribuer le surplus d'électricité en Europe. En sus d'un contexte industriel déjà difficile depuis des années, cela engendre un mélange qui n'a pas plu à de nombreux investisseurs. L'augmentation des ventes d'actions liées aux énergies renouvelables a entraîné la chute de l'indice.

Afin d'atteindre les objectifs fixés, la Commission européenne prévoit de multiplier de plusieurs fois la part des énergies renouvelables en Europe d'ici 2030, et a présenté à cet effet un «paquet éolien». Celui-ci prévoit une accélération des procédures d'autorisation en lien avec un renforce-

ment des réseaux électriques. Il prévoit également la réorganisation des enchères éoliennes, dans le but notamment de favoriser le développement d'une chaîne d'approvisionnement européenne et de soutenir à nouveau l'industrie offshore en difficulté. Actuellement, la durée des procédures d'autorisation est en moyenne de quatre à sept ans, comme c'est le cas en Suisse. Ce faisant, il ne sera jamais possible d'atteindre les objectifs de décarbonisation d'ici 2030. L'UE entend réduire la durée maximale de ces procédures à 24 mois. Cela agirait comme stimulant pour les développeurs comme RWE et SSE et pour les projets d'investissement Smart Grid d'Enel, Iberdrola et Endesa.

Même si ce sont encore des objectifs très ambitieux et que la mise en œuvre effective sur le plan des États devra encore attendre 12 à 18 mois, cette mesure représente une impulsion positive. Des procédures d'autorisation plus rapides – et donc des risques d'exécution plus faibles – auraient pour effet d'accélérer le processus d'électrification en Europe. C'est pourquoi nous considérons que la majeure partie des actions de l'ensemble de la chaîne de valeur des énergies renouvelables bénéficieront de cette évolution sur le long terme.

Ces trois derniers mois, les portefeuilles DecarbRevo ont particulièrement souffert de la détérioration du contexte des énergies propres. Le Clean Energy ETF mondial a perdu 1.1 milliard de dollars depuis le début de l'année. Bien que, dans les portefeuilles DecarbRevo, la baisse n'ait jamais été aussi importante que dans l'indice européen Renewable Energy Stocks, elle a tout de même été douloureuse. Le niveau actuel est attractif pour les investisseurs à long terme. En effet, la baisse des frais d'intérêt dans les années à venir devrait à elle seule donner de l'élan tant à la marge nette qu'à la valeur actuelle grâce à la baisse du taux d'actualisation.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	Le prix de gros du gaz à Amsterdam a terminé le mois d'octobre à 40 €/MWh, c'est-à-dire toujours bas, mais nettement plus élevé que pendant la chaleur des mois d'été.
Or / Métaux précieux	→	→	Bien que le prix de l'or, qui s'élevait dernièrement à 1'806 CHF/once, soit certes 6.8 % plus élevé qu'il y a un mois, il se situe seulement au niveau moyen du printemps.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Le niveau des primes pour les obligations CAT a rarement été aussi attractif qu'aujourd'hui. La même chose vaut pour les rendements des obligations d'assurance et leur attractivité relative.
Private Equity	→	↗	Dans le secteur, le sentiment de confiance se diffuse que le «pic des taux d'intérêt» et un nombre croissant de transactions (fusions et acquisitions, introductions en bourse) animeront à nouveau le marché déstabilisé en 2024.

## Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		31.10.2023	10/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
<b>Actions</b>							
SMI	CHF	10'391.2	-5.2%	-3.2%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	13'616.2	-5.2%	-0.9%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	14'810.3	-4.3%	+3.6%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	6'885.7	-4.0%	+3.6%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	27'741.9	-2.3%	+14.0%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'321.7	-4.7%	-2.7%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'061.1	-3.3%	+4.3%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	33'052.9	-1.9%	-1.6%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'193.8	-2.7%	+7.8%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	12'851.2	-3.3%	+21.1%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	30'858.9	-5.0%	+0.9%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	63'874.9	-3.7%	+2.9%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'768.6	-3.5%	+5.0%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	915.2	-4.5%	-5.6%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligations (divers)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	147.8	-0.9%	-2.8%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	171.3	-1.4%	-3.2%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	315.2	-1.2%	+0.9%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	245.1	-1.6%	-3.5%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Emprunts d'Etat</b>							
SBI Dom Gov	CHF	168.9	-0.5%	+5.8%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	133.7	-1.5%	-6.1%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	171.0	+0.2%	-1.3%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Obligations d'entreprise</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	178.0	+0.6%	+3.5%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	172.2	-2.2%	-5.4%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	545.9	-1.5%	+1.0%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	157.4	+0.2%	+1.3%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	272.7	-0.5%	+4.3%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Placements alternatifs</b>							
Or Spot CHF/kg	CHF	58'066.9	+7.6%	+4.9%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	104.6	-0.7%	-8.5%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'119.3	-4.3%	-4.5%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
<b>Devises</b>							
Dollar / franc suisse	CHF	0.9104	-0.5%	-1.5%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9628	-0.5%	-2.7%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.6002	-2.1%	-14.9%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1065	-0.9%	-1.1%	-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 31/10/2023 ; données économiques au 31/10/2023 ; pronostics économiques au 31/10/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.