



Baar et ville de Zoug avec panorama sur les Alpes (Photo: Andreas Busslinger)

Perspective d'un rallye de fin d'année

En ce début novembre, force est de constater que 2024 pourrait bien faire partie des meilleurs millésimes. Les élections américaines sont terminées et il ne reste que quelques semaines avant la fin de l'année. Ainsi, la voie est libre pour un rallye de fin d'année. Face aux incertitudes concernant le résultat des élections, de nombreux investisseurs ont conservé des liquidités à titre défensif. Toutefois, une vague d'investissement pourrait désormais se profiler. Cette conclusion se fonde sur une série solide de données. Après des résultats du troisième trimestre qui ont une nouvelle fois surpris la plupart des investisseurs, les estimations de bénéfices pour l'année à venir ont à nouveau été revues à la hausse. De plus, la confiance des consommateurs a atteint son plus haut niveau depuis mars 2021 aux États-Unis et en Europe.

La pression inflationniste s'affaiblit et l'effrayante vague d'inflation est derrière nous. Aux États-Unis, l'indice des prix des dépenses de consommation personnelles se situe à seulement 2.1 % de plus que son niveau d'il y a un an, et ce malgré une croissance de l'économie américaine de

3 % en rythme annualisé depuis plus de six mois. L'inflation des biens se situe même en zone légèrement négative, seuls les prix des services (en particulier du logement) étant plus élevés qu'il y a un an. En Europe également, les valeurs de l'inflation sont de retour dans la zone cible des banques centrales en de nombreux endroits. Il est urgent d'assouplir l'orientation jusqu'ici restrictive de la politique monétaire afin que l'économie ne glisse pas dans une phase déflationniste. L'Espagne, l'Italie et la France connaissent une croissance significative, l'Allemagne (+0.8 % au troisième trimestre) un peu moins.

Dans tous ces pays, les marchés du travail ont presque atteint l'équilibre. Les taux de chômage sont bas et les salaires horaires et le taux d'emploi stagnent à un bon niveau. Les banques centrales évaluent les différentes données et soupèsent encore chaque mesure sur les taux d'intérêt. Nous n'avons certainement pas encore atteint une phase de normalité avec une politique monétaire qui suit son cours en pilote automatique.

Le SMI a atteint un creux intermédiaire

À l'instar d'autres marchés, le Swiss Market Index a connu un creux intermédiaire avant les élections américaines. Ainsi, son rendement global est supérieur d'environ 17 % à celui d'il y a 12 mois. En 2023, un rallye de fin d'année a eu lieu en novembre et décembre, ce que nous pourrions également vivre cette année. L'indice large américain S&P 500 a nettement progressé depuis le début de l'année (+19.6 % en USD). En Europe, les valorisations sont plus modérées et la hausse connue jusqu'à présent (+6.8 % pour l'Euro Stoxx 50) est plutôt modeste, comme pour le SMI (+5.9 %). Ce sont principalement les valeurs automobiles européennes et leurs sous-traitants (suisses), ainsi que les actions du secteur du luxe qui ont souffert de la morosité de la

consommation en Chine.

L'indice obligataire mondial a connu un mauvais mois (-0.7 % depuis le début de l'année, -1.8 % en octobre) en raison de l'inquiétude entourant l'endettement public élevé dans le monde et les interrogations sur le fait de savoir si une pression plus forte sur les rendements pourrait en résulter à l'avenir. Quoiqu'il en soit, les rendements obligataires ont augmenté et les cours ont baissé dans le monde entier. Pour nos obligations, le rendement moyen n'a toutefois été que légèrement négatif, ce qui n'a pas réussi à empêcher un résultat mensuel légèrement négatif dans les portefeuilles avec une part élevée d'obligations. Ainsi, toutes les solutions ont abouti à un résultat mensuel négatif.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Octobre 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	-1.6% ↓	+1.7% ↑
Zugerberg Finanz R2	-1.5% ↓	+5.3% ↑
Zugerberg Finanz R3	-1.4% ↓	+8.8% ↑
Zugerberg Finanz R4	-1.7% ↓	+10.0% ↑
Zugerberg Finanz R5	-1.7% ↓	+10.5% ↑
Zugerberg Finanz RDividendes	-2.3% ↓	+7.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-1.3% ↓	+1.4% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-1.2% ↓	+5.0% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-1.2% ↓	+7.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-1.7% ↓	+9.7% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-2.0% ↓	+11.0% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-2.3% ↓	+7.8% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-2.3% ↓	+0.1% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-3.2% ↓	-1.3% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-3.7% ↓	-2.3% ↓

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Octobre 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-1.2% ↓	+0.6% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-1.1% ↓	+2.3% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-1.0% ↓	+4.5% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-0.8% ↓	+7.5% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-1.7% ↓	+7.3% ↑

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Octobre 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-1.3% ↓	+1.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-1.2% ↓	+5.0% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-1.2% ↓	+7.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.7% ↓	+9.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-2.0% ↓	+11.0% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-2.3% ↓	+7.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-2.3% ↓	+0.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-3.2% ↓	-1.3% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-3.7% ↓	-2.3% ↓

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

Macroéconomie

L'économie mondiale entre coopération et confrontation



Risques et incertitudes dans l'économie mondiale (Graphique : Zugerberg Finanz)

Comme la pandémie nous l'a démontré sans pitié, l'économie mondiale est fortement interconnectée. C'est la raison pour laquelle les pays et les entreprises occidentaux en particulier ont par exemple pour objectif de fortifier les chaînes d'approvisionnement face aux éventuelles perturbations des échanges internationaux de biens et de services. Toutefois, les résultats des élections américaines vont de pair avec d'autres types d'incertitudes économiques, surtout dans d'importants domaines stratégiques.

Selon les estimations du Fonds monétaire international (FMI), le potentiel de croissance de l'économie mondiale reste globalement intact. Cette année et l'année prochaine, la croissance de l'économie mondiale devrait afficher +3.2 % en termes réels. Il serait possible de réaliser davantage, si des réglementations et des obstacles au commerce n'avaient pas été érigés à un rythme record ces dernières années.

L'élection de Donald Trump pourrait s'accompagner d'une nouvelle série de hausses drastiques des droits de douane, d'une politique fiscale expansive et d'importantes restrictions à l'immigration. Lorsque des droits de douane sont imposés, il y a lieu de s'attendre à des contredroits de douane. C'est pourquoi il semble plausible que nous n'allions pas dans la direction de plus de continuité dans la politique commerciale et économique, et que nous devons plutôt nous attendre à des décisions erratiques ainsi qu'à une prolifération d'effets négatifs.

La hausse des droits de douane sur les importations entraîne une augmentation des prix des produits importés. Il est probable que les déficits encore plus importants causés par les programmes de stimulation fiscale entraîneront une hausse des rendements des obligations d'État, car les primes de risque devraient augmenter. Dans un tel scénario, il est possible que l'inflation augmente considérablement aux États-

Unis, ce qui porterait la Réserve fédérale américaine à relever ses taux directeurs.

Si Trump devait mettre en œuvre les mesures annoncées, cela pourrait entraîner une baisse sensible de la croissance dans la zone euro, également en Suisse. Comme l'a récemment expliqué Joachim Nagel, le président de la Deutsche Bundesbank, « cela ne serait pas uniquement dû aux conséquences de la hausse des droits de douane, qui nuiraient directement ou indirectement à notre économie d'exportation. L'incertitude engendrée en Europe par une victoire électorale de Trump serait également importante, car elle pourrait renforcer la tendance à la retenue des entreprises en matière d'investissements ».

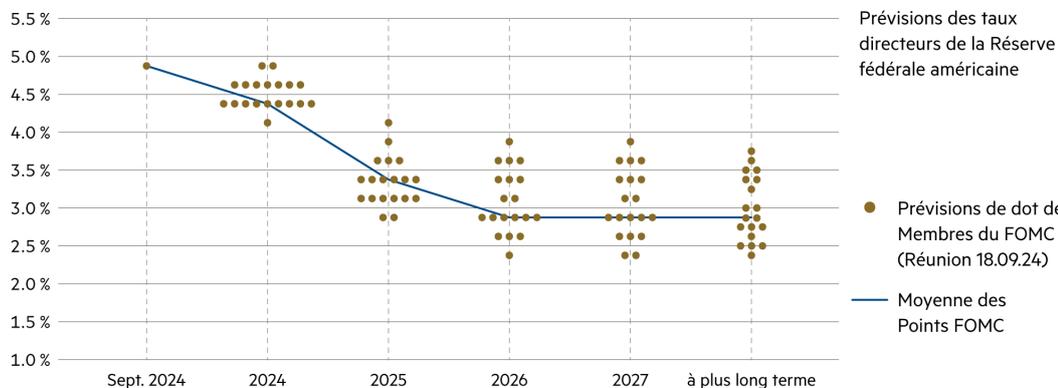
Au vu de l'interdépendance commerciale supérieure à la moyenne de la Suisse et de la République fédérale d'Allemagne avec les États-Unis par rapport au reste de la zone euro, les effets négatifs pourraient être plus importants pour la Suisse et l'Allemagne que pour la zone euro. Par exemple, en 2023, l'Allemagne était de loin le plus grand exportateur européen vers les États-Unis. De même, la part des exportations vers les États-Unis dans le total des exportations était également plus élevée que dans la plupart des pays membres de l'UE.

Dans un tel scénario, le virage drastique dans la politique commerciale et économique américaine pourrait également engendrer des risques d'inflation pour l'Europe. L'évolution du taux de change, influencée par la politique monétaire américaine, pourrait se révéler le principal canal à cet effet : si la Fed devait réagir plus fortement à une poussée inflationniste aux États-Unis en augmentant ses taux d'intérêt que le Conseil de la Banque centrale européenne (BCE) à l'évolution des prix en Europe, il en résulterait une dépréciation de l'euro et ainsi, une hausse des prix à l'importation.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Alors que le bénéfice réalisé par la BNS fin septembre devrait représenter plus de 60 milliards de francs, les espoirs de distribution s'intensifient.
Zone euro, Europe	↗	↗	Avec la faiblesse de l'inflation, la confiance des consommateurs fait son retour en Europe. Le rôle de locomotive du Sud se renforce.
Etats-Unis	↗	↗	La confiance des consommateurs américains a bondi à 108.7 (+9.5 points), son niveau le plus élevé depuis mars 2021, et reflète ce faisant la bonne santé du marché du travail.
Reste du monde	↗	↗	Actuellement, la prudence est de mise en ce qui concerne les actions chinoises, car les conséquences des litiges commerciaux avec les États-Unis sont totalement incertaines.

Liquidités, devises

La grande vague d'inflation est derrière nous



Taux directeurs implicites de la banque centrale américaine jusqu'en 2027 (Source : U.S. Federal Reserve, 18.9.2024 | Graphique : Zugerberg Finanz)

La pire phase, avec des taux d'inflation parfois à deux chiffres, aux États-Unis comme en Europe, est terminée. Actuellement, de nombreuses économies sont en bonne voie pour atteindre durablement leurs objectifs en matière d'inflation. Cela vaut également pour la Suisse, où l'objectif d'inflation se situe dans une fourchette de 0 % à 2 % et où le taux d'inflation s'est élevé à 0.6 % au cours des 12 derniers mois. C'est pourquoi même les banques centrales – comme la Réserve fédérale (Fed) – prévoient des taux directeurs à la baisse pour les trimestres à venir.

Sur le marché des capitaux, on table actuellement sur cinq baisses de 0.25 % des taux directeurs américains ces 12 prochains mois – pour atteindre une fourchette de 3.5 % à 3.75 %. Par conséquent, le marché fait preuve de moins d'optimisme que la Fed. Les différences ne sont pas énormes, et quelques données macroéconomiques pourront rapidement faire changer l'opinion du marché.

Le changement le plus important a été la forte croissance aux États-Unis, qui est également le fruit de la robustesse de la consommation et du faible taux d'épargne. De nombreuses personnes ne comprennent pas l'attitude fondamentalement différente sur le plan de l'épargne entre les Américains et les Européens. Aux États-Unis, l'épargne est surtout constituée d'actions, alors qu'en Europe, les solutions d'épargne bancaire à faible rendement prédominent. Lorsque les marchés boursiers sont à la hausse (indice large américain S&P 500 : environ +20 % cette année), cela engendre un « effet de richesse » considérable. La personne qui a mis 200'000 dollars de côté au début de l'année se retrouve aujourd'hui avec 240'000 dollars – sans épargne.

En Europe, les gens ont surtout recours à l'épargne bancaire. Rien qu'en

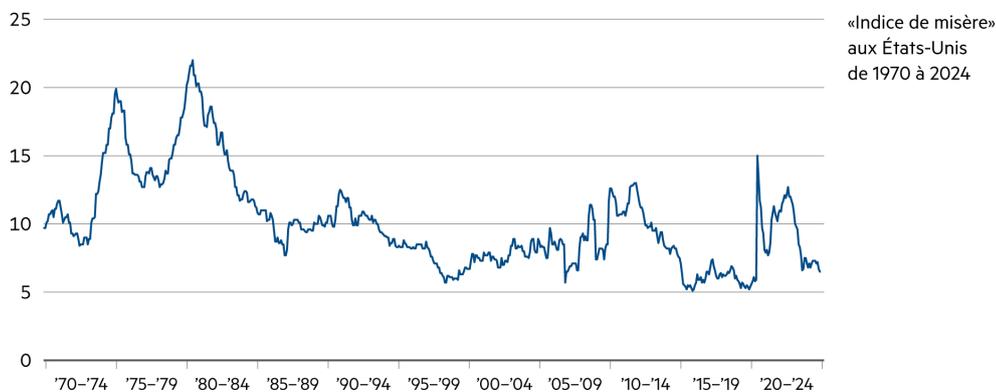
Allemagne, 2'200 milliards d'euros sont parqués dans des dépôts à vue ou en espèces : seule une fraction de cette somme est investie en actions. Les conséquences sur le long terme sont dévastatrices, y compris cette année : la personne qui avait 200'000 euros se retrouve avec un montant de 204'000 à 208'000 euros, selon la solution du compte. La perte de pouvoir d'achat causée par l'inflation n'est pas compensée. Pour atteindre l'objectif d'épargne individuel, il faut mettre beaucoup plus de côté avec cette solution de placement, seul moyen de réduire l'écart avec le ménage américain typique. C'est pourquoi la propension à consommer est plus faible en Allemagne, ce qui n'incite pas les entreprises nationales à augmenter leurs investissements. À l'inverse, la consommation robuste constitue le moteur essentiel de la croissance de l'ensemble de l'économie américaine, car elle pousse les entreprises à investir.

De plus, bien qu'avec 350 millions d'habitants, les États-Unis disposent d'un potentiel de vente moins important que l'Europe, qui compte près de 600 millions d'habitants (sans la Russie), le marché est très homogène de la côte est à la côte ouest. L'économie européenne en revanche est fragmentée dans de nombreux pays, avec des réglementations, des langues, des cultures et des alliances commerciales et économiques différentes. Cette diversité est toutefois à l'origine d'une riche culture de l'innovation. L'Europe est parfaitement en mesure de tirer profit de la fragmentation géoéconomique, car le reshoring de sites de production dans des pays d'Europe centrale et orientale bon marché ou dans des usines de qualité en Europe de l'Ouest, ouvertes 7 jours sur 7 et 24 heures sur 24, a déjà fait ses preuves à maints endroits. En Europe, le nombre de personnes ayant un emploi n'a jamais été aussi élevé, ce qui dénote en tous les cas une bonne dose de résilience.

Classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	La rémunération des dépôts à terme baisse fortement et tend vers 0.5 %. Avec une inflation de 0.6 %, cela représente moins qu'une compensation du renchérissement.
Euro / Franc suisse	→	→	La BCE devrait continuer à baisser ses taux directeurs lors de ses prochaines réunions (12 décembre, 30 janvier et 6 mars), - 0.25 % à chaque fois.
Dollar américain / Franc suisse	↘	↘	Le dollar à fin octobre 2024 se négocie à un cours à terme de 80 centimes, ce qui signifie que malgré des taux d'intérêt élevés, il existe un risque important de dévaluation.
Euro / Dollar américain	→↗	→↗	Avec 1.09 début novembre, le taux de change se situe à nouveau au milieu de la fourchette des 12 derniers mois. Il n'est pas possible de dégager une tendance claire.

Obligations

Chute drastique de l'indice de misère



Aux États-Unis, « l'indice de misère » est bas (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'indice « Misery », très observé, qui cumule le chômage et l'inflation et mesure ainsi la « misère » économique, a chuté pour atteindre la faible valeur de 6.5 % aux États-Unis. Depuis 1970, il n'a atteint un niveau encore plus bas que quelques mois durant la phase prépandémique. En Europe, la valeur de l'indice est également très basse. Cela signifie que, sur les marchés obligataires, des rendements plus élevés pourraient bien redevenir la norme. Pour le moment, il est possible d'exclure le retour des taux d'intérêt négatifs.

Après un creux à la mi-septembre, le rendement des obligations d'État américaines à deux ans a augmenté de près de 50 points de base. Les rendements des obligations à cinq et dix ans ont tous deux augmenté d'environ 60 points de base pour atteindre respectivement 4.2 % et 4.4 %. Il en découle que les cours des obligations ont baissé, en particulier les cours à long terme.

L'indice obligataire mondial, fortement influencé par les obligations souveraines américaines, ne bouge pas. Jusqu'à présent, le rendement (-0.7 %) est en zone négative. Pourtant, même un regard sur les trois dernières années s'avère peu instructif, avec un rendement global de -12.0 %. Depuis la dégringolade de 2022 (-13.7 %), s'il est vrai que les intérêts versés se sont avérés intéressants, les coûts de couverture en ont toutefois absorbé la majeure partie. Considéré du côté suisse, couvrir une position en dollars coûte en ce moment un peu plus de 4.0 %.

Nous pensons néanmoins qu'il est important de détenir une composante importante de positions en dollars, en particulier au sein des portefeuilles à structure conservatrice. L'évolution de leur cours représente une sorte de couverture dont on pourra profiter dans les phases

de récession économique. De plus, la liquidité est exceptionnelle. Pour l'instant, les perspectives économiques sont bonnes, raison pour laquelle ce n'est probablement pas le moment de commencer à acquérir des obligations d'État américaines à long terme.

En réalité, au vu du coût élevé des promesses électorales, il se pourrait que le déficit budgétaire de l'État connaisse une rapide hausse, marquant ainsi le début d'une hausse des rendements qui se poursuivrait de manière surprenante.

L'une des causes de la hausse des rendements obligataires réside dans le fait qu'après un début du mois d'août faible, plusieurs annonces américaines ont engendré de bonnes surprises en septembre et en octobre, en particulier des rapports macroéconomiques positifs sur l'évolution des salaires et des données sur les ventes au détail.

Les indices des directeurs d'achat américains, les ventes de logements neufs et les inscriptions au chômage de la semaine dernière sont venus renforcer cette tendance. Le modèle d'observation en temps réel du produit intérieur brut (PIB) de la Fed d'Atlanta indique que la croissance des États-Unis continue à se situer entre 2.3 % et 3.3 %.

Entre-temps, les risques croissants au Moyen-Orient et les incertitudes liées à la guerre en Ukraine après le futur changement à la Maison Blanche viennent alimenter les inquiétudes concernant l'inflation et la viabilité budgétaire. Il est difficile d'imaginer qu'avec une croissance du PIB supérieure à 2.5 % et une inflation tenace des services, la Fed procèdera automatiquement à des baisses de taux consécutives l'année prochaine, allégeant ainsi l'environnement des taux d'intérêt dans le monde.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→	Les obligations d'État américaines sont attrayantes pour les investisseurs en USD. Toutefois, après les coûts de couverture de change, il ne reste plus rien pour l'investisseur en CHF.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les primes de risque de crédit pour les obligations d'entreprises sont faibles, mais génèrent tout de même un revenu supplémentaire par rapport aux obligations d'État.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Dans ce domaine, nous sommes à la recherche de débiteurs robustes avec des modèles d'affaires solides et obtenons des rendements sur plusieurs années de 3 % et plus (en CHF).

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Une contribution solide grâce à nos solutions obligataires



Machines textiles de la société Rieter (Source de l'image : Rieter Fixed Income Investor Call, oct. 2024)

Cette année, les obligations continuent sur la voie de la reprise. C'est le Credit Opportunities Fund (COF), axé sur les primes de risque de crédit, qui a le plus progressé. Avec son rendement (+6.6 % en francs), il fait partie des meilleures solutions obligataires en Europe. Le Zugerberg Income Fund (ZIF), orienté sur le conservatisme, aurait surtout performé dans l'éventualité d'une récession. Avec son rendement global, il dépasse tout de même nettement l'indice obligataire mondial des obligations (-0.7 % depuis le début de l'année), même après une période de dix mois (+0.7 %).

Le COF se caractérise par de faibles risques de taux d'intérêt. C'est pourquoi ses fluctuations sont faibles en comparaison avec les solutions obligataires, qui sont très axées sur les obligations d'État et leurs évaluations. Si l'on veut qualifier les fluctuations d'un titre de risque, il est clair qu'une obligation à long terme – même avec une solvabilité élevée – s'accompagne d'un risque de fluctuation considérable (voir aussi le rapport d'octobre 2024).

C'est moins le cas des obligations du COF, qui sont plutôt des obligations à plus court terme. Le principal revenu est obtenu avec les primes de risque. C'est ainsi que l'on appelle la prime par rapport à une obligation d'État. Au printemps 2024, nous avons fait l'acquisition de l'obligation à 3 % du groupe de construction suisse Implenia pour une durée de quatre ans à un taux nettement supérieur à 200 points de base au-dessus de l'obligation comparable de la Confédération. Entre-temps, l'obligation est passée de 100 % à plus de 103 % et la prime de risque est tombée à 180 points de base. Il en résulte encore un rendement de

2.0 % sur la durée résiduelle.

Les fluctuations de cette obligation sont nettement plus faibles que celles de l'obligation de référence à dix ans de la Confédération et le rendement global est plus élevé. C'est exactement ainsi que le COF entend se positionner à l'avenir. En effet, l'obligation d'État mentionnée permet tout juste d'obtenir un rendement annuel de 0.3 % sur les dix prochaines années. En revanche, au sein du COF, l'attente de rendement a le même niveau, mais sur une base mensuelle. Dans ce cadre, on tient également compte des périodes plus difficiles sur le plan conjoncturel.

Si une obligation devient trop chère, elle est vendue avant l'échéance. C'est ainsi qu'en janvier 2024, nous avons acquis à 100 % une obligation du groupe de construction mécanique Bobst à Lausanne qui arrivait à échéance dans quatre ans environ. Dernièrement, celle-ci se négociait au niveau de 103.50, à savoir un rendement d'un peu moins de 1.7 % sur la durée restante. C'était trop peu pour nous, et le produit de la vente y relative a ensuite été investi dans d'autres nouveaux emprunts aux perspectives de rendement global nettement meilleures (par exemple le fabricant de machines textiles Rieter).

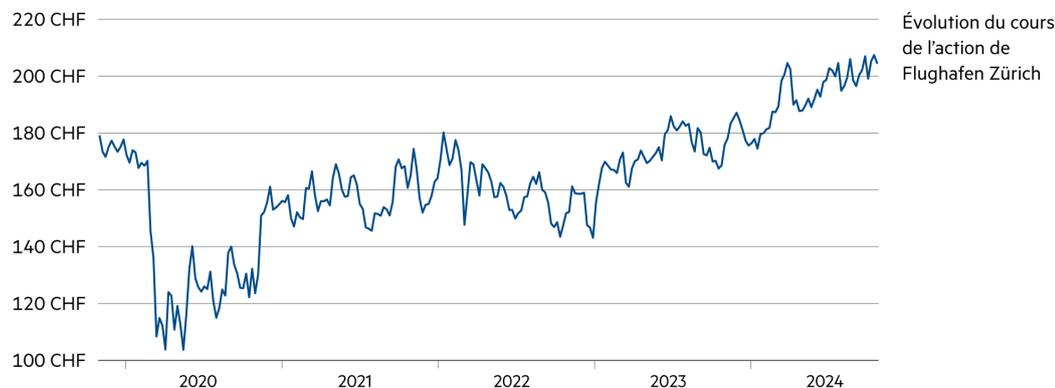
Récemment, l'environnement général de crédit s'est avéré favorable, grâce à la solidité de l'évolution conjoncturelle. Les primes de risque se sont resserrées le mois dernier malgré la volatilité des obligations d'État. Fin octobre 2024, elles sont plus basses qu'à la veille des élections de 2016. Toutefois, ce résultat ne va pas fondamentalement ternir les bonnes perspectives entrepreneuriales.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2024 (depuis le début de l'année)	+0.7 %	+6.6 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-7.8 % (-1.3 %)	+33.4 % (+2.4 %)
Quantité de mois de performance positive :	54 %	67 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	96 PB (-11 PB)	413 PB (-6 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

Tout va de mieux en mieux pour l'aéroport



Flughafen Zürich : évolution des cours au cours des 5 dernières années, de 11/2019 à 10/2024 (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Ces cinq dernières années, nous avons toujours une part d'actions d'infrastructure dans nos portefeuilles. Ces actions se caractérisent typiquement par des fluctuations relativement faibles et une valeur très stable. Malgré les dégâts considérables engendrés par la pandémie, cette fidélité a porté ses fruits. Le cours de l'action a augmenté de 16 % et, avec le dividende, le rendement total a atteint 19 %.

L'on a souvent tendance à perdre de vue la situation de départ en 2019. Le niveau des taux d'intérêt était bas. Nous étions occupés à diversifier nos portefeuilles avec d'autres classes d'actifs plutôt défensives, en plus des actions, sujettes à des fluctuations. Nous espérons que les fluctuations seraient inférieures à celles des actions, avec tout de même un rendement appréciable.

Dans le cadre d'une telle recherche, on tombe inévitablement sur les thèmes de l'immobilier et des infrastructures. Alors que les valeurs immobilières présentent des fluctuations similaires à celles des obligations à longue durée résiduelle en raison de leur importante dépendance aux taux d'intérêt, les valeurs d'infrastructure sont de nature différente. Les activités en matière d'infrastructure se concentrent principalement sur l'exploitation d'une concession. Par exemple, le détenteur d'une concession d'exploitation d'un aéroport dispose d'une licence de longue durée pour une activité potentiellement rentable dans un cadre réglementé. Les taxes d'exploitation aérienne sont soumises à la surveillance d'un régulateur, ce qui limite le rendement des fonds propres. Toutefois, il est possible d'intégrer des investissements dans les taxes : la modernisation de l'installation de tri et de transport des

bagages permet d'augmenter les taxes d'utilisation. En outre, le concessionnaire est libre d'exploiter avec efficacité le site existant. Voilà pourquoi, il convient toujours d'opérer une distinction, dans l'évolution du résultat, entre les recettes issues de l'aviation et celles issues des activités non aéronautiques.

La société Flughafen Zürich AG le fait de manière exemplaire. Avec bien plus d'une centaine de biens immobiliers sur le site de l'aéroport et au-delà (p. ex. Balsberg, Circle), elle est également une société immobilière. Cependant, son portefeuille est moins sensible aux taux d'intérêt et présente de meilleures perspectives sur le long terme (potentiel de plus-value). L'aéroport dispose de nombreux biens immobiliers dans la région économiquement forte de Zurich-Nord, avec un potentiel de développement.

Mais la pandémie a mis un sérieux coup de frein à ce projet. Les dividendes n'ont pas été versés au printemps 2020, 2021 et également 2022. La distribution a été à nouveau possible après la reprise du trafic aérien en 2023. Au printemps 2025, le dividende devrait être supérieur à 4 francs et sa croissance devrait s'accélérer dans les années à venir.

Peu à peu, le nombre de passagers dépasse le niveau de 2019 et les passagers dépensent nettement plus d'argent pour la consommation. Ces deux prochaines années, il est probable que le bénéfice brut atteigne un niveau record, avec une prévision de 33 millions de passagers et une augmentation de 4 % du trafic aérien. L'aéroport a également besoin de ce bénéfice pour faire face aux investissements à venir et aux amortissements y relatifs.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	L'effet de levier se produit à nouveau : par le passé, les capitaux étrangers étaient le principal moteur de rendement pendant les périodes de baisse des taux d'intérêt et de hausses de loyers.
Surfaces de vente et de bureaux CH	↗	→↗	Avec des taux d'intérêt de marché de bientôt 1.5 % pour les crédits hypothécaires à plus long terme, les engagements dans des portefeuilles de biens immobiliers commerciaux de qualité valent également la peine.
Fonds immobiliers CH	→	↗	Les indices de placements immobiliers indirects (SWIIT et CHREF) ont progressé nettement plus que le SMI jusqu'à présent en cours d'année (respectivement +12.4 % et +12.5 %).
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Les perspectives pour les exploitants d'infrastructures demeurent intactes pour 2025 : comme le coût des capitaux empruntés diminue, ils peuvent s'attendre à des bénéfices plus élevés.

Actions

Des perspectives solides



(Source de l'image : stock.adobe.com)

Aux mois de novembre et décembre, les marchés des actions connaissent traditionnellement une évolution positive pour plusieurs raisons saisonnières. À cela s'ajoute que les actions performent de manière supérieure à la moyenne en période de baisse des taux directeurs, lorsqu'une telle baisse n'est pas imputable à une profonde récession. Un autre motif pour lequel les perspectives pour les actions restent bonnes est la disparition du facteur d'incertitude lié aux élections américaines, et le fait que les estimations de bénéfices pour l'année à venir sont en hausse. Enfin, les primes de risque des actions sont devenues attrayantes, en particulier en Suisse.

La saison des résultats a atteint son paroxysme au cours de la dernière semaine d'octobre. Les attentes ont été dépassées pour certaines valeurs technologiques, mais pas pour d'autres. Pour Alphabet (Google), les investissements réalisés dans l'intelligence artificielle ont entraîné une hausse de 35 % du chiffre d'affaires du Cloud et les recettes publicitaires de YouTube ont nettement augmenté au troisième trimestre en raison des dépenses de la campagne électorale américaine. Son chiffre d'affaires total a atteint 88.3 milliards de dollars (+15 %). Quant à Apple, la série iPhone 16, soutenue par l'IA, a fait grimper le chiffre d'affaires de l'entreprise à 94.9 milliards de dollars au quatrième trimestre. Amazon a pour sa part dépassé les attentes en matière de bénéfices et de chiffre d'affaires pour le troisième trimestre, sous l'impulsion d'une hausse de 19 % du chiffre d'affaires du Cloud AWS.

En fin de compte, les actions des grandes entreprises de la tech ont connu une évolution relativement peu spectaculaire depuis le début du trimestre, et ce jusqu'à début novembre : Amazon n'a quasiment pas bougé, Nvidia (+11 %) et Alphabet (+3 %) un peu plus, Microsoft (-6 %) et Apple (-3 %) un peu moins. En Europe, SAP et Deutsche Telekom

(+5 % chacun) ainsi que Holcim (+3 %) faisaient clairement partie des gagnants.

Les fluctuations ont été plus violentes dans le secteur industriel. Chez Sika (-14 % depuis le début du trimestre), les dernières estimations de bénéfices ont effectivement été revues à la hausse, mais le cours a évolué dans la direction opposée. Comme Givaudan (-12 %), Kühne+Nagel (-7 %) et Partners Group (-6 %), la société de produits chimiques pour la construction figure parmi les perdants en période de hausse globale des rendements, et parmi les gagnants lorsque la situation s'inverse.

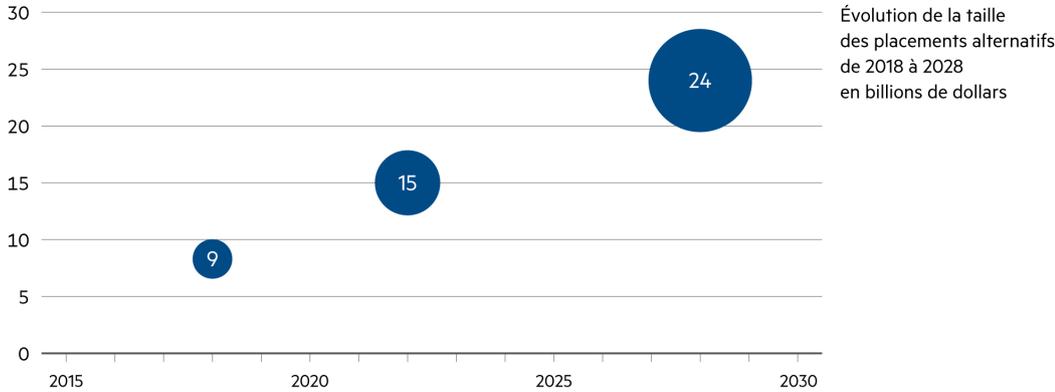
Les nouvelles économiques en provenance d'Europe ont été positives. Sur les 600 sociétés du Stoxx qui ont publié des rapports jusqu'à présent, 60 % sont allées au-delà des estimations de bénéfices. S'il est vrai que l'économie allemande n'a pas connu une croissance annualisée aussi forte au troisième trimestre (+0.8 %) que l'ensemble de la zone euro (+1.2 %), les ventes au détail allemandes ont toutefois surpris par leur hausse en septembre (+1.2 %).

Le moral des dirigeants d'entreprise s'est nettement amélioré en octobre, ce qui est surprenant. L'indice du climat des affaires a atteint 86.5 points (+1.1 point par rapport au mois précédent), comme l'a indiqué l'institut Ifo de Munich sur la base du sondage mené auprès d'environ 9000 cadres supérieurs. Quant au moral des consommateurs, il s'est également amélioré récemment, et ce pendant deux mois consécutifs. Manifestement, les consommateurs se sentent à nouveau mieux sur le plan de leur situation personnelle que sur celui des affaires nationales. Le chômage dans l'UE s'est maintenu à un niveau bas record de 5.9 %.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	S'agissant du recul observé fin octobre après plusieurs mois positifs, il convient d'éviter de tirer des conclusions erronées. Les perspectives restent attrayantes.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	L'économie européenne se trouve dans une phase de reprise. Toutefois, notre sélection disciplinée de différentes entreprises reste plus importante.
Actions Etats-Unis	↗	↗	Toutes les actions technologiques ne sont pas chères, et de loin. Si l'on considère l'évolution des bénéfices au cours des dernières années, certaines semblent même bon marché.
Actions Pays émergents	→↗	↗	En Inde, pays leader du G20 en termes de croissance, le produit national nominal continue de se développer au pas de charge, ce qui profitera aux actions.

Placements alternatifs

Maîtriser les éventuelles turbulences grâce à des placements alternatifs



Évolution de la taille des placements alternatifs de 2018 à 2028 (Source : Prequin Data Base, septembre 2024 | Graphique : Zugerberg Finanz)

D'après les prévisions, le secteur des investissements alternatifs atteindra plus de 24 milliards de dollars d'actifs d'ici 2028, contre 15 milliards de dollars en 2022. Dans l'absolu, ces annonces pourraient sembler exagérées, mais en réalité, le marché actuel des placements alternatifs ne représente encore que 2.4 % de l'ensemble des actifs financiers mondiaux. Pourtant, de plus en plus d'attributs avantageux permettent de gérer les éventuelles turbulences sur les marchés des capitaux.

Il est important de souligner que le secteur a beaucoup évolué. Dans le domaine des placements alternatifs, nous sommes d'avis que chaque classe d'actifs présente quelques caractéristiques uniques en termes de rendement attendu, de risque, de rendement, de liquidité et d'exigences en matière de capital. Partant, un examen plus approfondi est nécessaire pour mieux comprendre les différents avantages que chaque classe d'actifs est susceptible de générer pour un portefeuille.

Lorsqu'une banque octroie un crédit, elle doit couvrir cette opération par des fonds propres. Lorsqu'un prestataire du marché privé octroie un crédit à partir de son « Private Debt Fund », il n'en a pas besoin. Le fonds contribue en outre à la stabilité du marché financier. L'investisseur place son capital de manière fixe pour de nombreuses années dans le véhicule correspondant du gestionnaire du marché privé. Ce dernier n'est récompensé (« performance fee ») que lorsque l'ensemble des fonds ont été remboursés et qu'un seuil minimal convenu dès le départ (par exemple 5 % par an) a été dépassé. Le régime de compensation d'une banque typique est pensé à relativement court terme et est également source de davantage d'instabilité, car le crédit peut être résilié en cas de crise. Comme le relevait déjà Mark Twain (1835 – 1910) : « le banquier est quelqu'un qui vous prête son parapluie lorsque le soleil

brille, mais qui veut le récupérer dès qu'il commence à pleuvoir ».

Les bilans des banques sont sensibles aux crises de confiance, car les fonds des clients peuvent s'échapper rapidement. Le meilleur exemple à cet égard est celui de la Silicon Valley Bank, qui disposait de 175 milliards de dollars de dépôts de clients. Lorsqu'au printemps 2023, des rumeurs ont commencé à se répandre sur la mauvaise qualité de son bilan, des ordres de paiement de plus de 140 milliards de dollars ont été passés en l'espace de 48 heures. Si elle n'avait pas été reprise par la FDIC, l'organisme américain de garantie des dépôts, la banque serait devenue illiquide.

En revanche, les prestataires du marché privé sont des investisseurs à long terme qui ne gèrent pas les dépôts à court terme de leurs clients et qui sont en mesure d'octroyer des crédits même en période de crise. Les entreprises qui figurent au sein des portefeuilles des prestataires du marché privé tombent moins souvent en faillite que leur groupe de comparaison financé par des crédits bancaires. C'est peut-être également la raison pour laquelle les autorités de régulation des marchés financiers exigent des scénarios de stress-tests économiques pour les banques, ainsi que pour leurs liquidités et leurs fonds propres, car elles sont potentiellement beaucoup plus sensibles aux crises que les instruments du marché privé.

Certaines sous-catégories d'actifs du marché privé ont plutôt comme objectifs la croissance et l'augmentation de la valeur du capital, alors que d'autres protègent contre l'inflation et/ou offrent des revenus stables. En outre, l'éventail des caractéristiques est large et s'élargit encore à mesure que le secteur innovant trouve de nouvelles manières d'apporter de la valeur ajoutée à ses utilisateurs finaux (par exemple, un sentiment de sécurité accru).

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	→	→↑	L'indice mondial des matières premières (Bloomberg Commodity Index, en dollars) affiche -0.6 % à fin octobre 2024 et est en zone négative depuis trois ans (-5.1 %).
Or / Métaux précieux	↑	→↑	Le prix de l'argent a évolué plus fortement que celui de l'or parce que le secteur industriel est friand d'argent (notamment dans l'industrie solaire).
Insurance-Linked Securities	→↑	↑	S'il est vrai que la titrisation des assurances est largement découplée de la volatilité des marchés des capitaux, la sélection nécessite toutefois des connaissances spécialisées.
Private Equity	↑	↑	En ce qui concerne les bons gestionnaires du marché privé, nous n'avons pas de doute qu'ils seront en mesure de bénéficier de la reprise séculaire dans le secteur jusqu'en 2030.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		31.10.2024	10/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Actions							
SMI	CHF	11'792.9	-3.1%	+5.9%	+3.8%	-16.7%	+20.3%
SPI	CHF	15'711.6	-3.3%	+7.8%	+6.1%	-16.5%	+23.4%
DAX	EUR	19'077.5	-1.4%	+15.3%	+13.1%	-16.3%	+10.4%
CAC 40	EUR	7'350.4	-3.9%	-1.4%	+9.6%	-13.9%	+23.6%
FTSE MIB	EUR	34'281.2	+0.3%	+14.3%	+20.4%	-17.3%	+17.3%
FTSE 100	GBP	8'110.1	-3.2%	+9.0%	-0.3%	-8.8%	+16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'827.6	-3.6%	+8.1%	+12.1%	-16.0%	+16.0%
Dow Jones	USD	41'763.5	+1.1%	+14.3%	+3.5%	-7.7%	+22.2%
S&P 500	USD	5'705.5	+1.4%	+23.3%	+13.1%	-18.5%	+30.6%
Nasdaq Composite	USD	18'095.2	+1.9%	+24.3%	+30.6%	-32.3%	+25.0%
Nikkei 225	JPY	39'081.3	-0.7%	+11.5%	+8.6%	-19.7%	-2.6%
Sensex	INR	79'389.1	-3.9%	+12.1%	+7.4%	-4.8%	+23.2%
MSCI World	USD	3'647.1	+0.4%	+18.7%	+10.8%	-18.5%	+23.7%
MSCI EM	USD	1'119.5	-2.0%	+12.8%	-2.6%	-21.5%	-1.8%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.7	-1.6%	-1.1%	+2.2%	-13.2%	-3.0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.2	-2.0%	-0.1%	+4.2%	-16.7%	-2.0%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	358.8	-0.5%	+5.7%	+8.7%	-13.6%	+1.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	273.7	-1.6%	+3.1%	+4.5%	-18.2%	-2.7%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	185.2	0.0%	+3.2%	+12.5%	-17.0%	-4.2%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	138.5	-2.8%	-2.3%	-0.5%	-15.0%	-3.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	179.5	-1.2%	-1.2%	+4.8%	-18.9%	-3.7%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	188.9	+0.4%	+3.9%	+5.7%	-7.5%	-0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.7	-2.9%	-1.0%	+3.5%	-18.5%	-2.3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	608.0	-0.9%	+3.7%	+8.5%	-13.7%	+4.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	166.7	-0.5%	+1.3%	+5.9%	-14.1%	-1.2%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	300.4	+0.4%	+4.6%	+9.8%	-10.9%	+3.2%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	76'229.8	+6.4%	+35.4%	+0.8%	+1.0%	-0.6%
Commodity Index	USD	98.1	+0.2%	+2.5%	-20.4%	+15.1%	+30.8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'631.7	+2.5%	+12.5%	+5.4%	-17.3%	+7.6%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.8641	+2.2%	+2.7%	-9.0%	+1.3%	+3.1%
Euro / franc suisse	CHF	0.9403	-0.1%	+1.2%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5678	-3.5%	-4.8%	-15.4%	-11.0%	-7.5%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1139	-1.5%	+3.9%	-4.2%	-9.3%	+1.9%

Toutes les données publiées ici sont transmises à titre d'information uniquement et n'ont pas valeur de conseil ou recommandation en matière de placement ou autre. La présente publication est fondée sur des sources accessibles au public, que nous considérons comme fiables et valables. Nous déclinons toute responsabilité quant à l'exactitude et / ou l'intégrité des informations communiquées. Cette publication s'adresse exclusivement aux clients / intéressés établis en Suisse, et les informations légales figurant dans les mentions légales sur le site www.zugerberg-finanz.ch s'appliquent. Evolution des valeurs d'après un portefeuille modèle. Du fait de la gestion active, la structure effective de chaque dépôt et l'évolution des valeurs qui en découle peuvent s'en écarter et dépendent de la date et du montant de l'investissement. Cela vaut en particulier durant la première année d'investissement, dû à la pénétration échelonnée sur le marché. Seule l'évolution effective des valeurs d'après l'extrait de compte / de dépôt de la banque dépositaire ou de la fondation est véritablement valide. L'évolution des valeurs indiquée s'entend nette, après déduction des frais courants, sans tenir compte des frais d'acquisition.

Toutes les informations concernant l'évolution des valeurs sont de nature indicative, se réfèrent aux valeurs historiques et ne permettent pas d'établir une estimation garantie pour l'avenir. Editeur : Zugerberg Finanz AG, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch. Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 31/10/2024 ; données économiques au 31/10/2024 ; pronostics économiques au 31/10/2024. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.