



Zugerberg, hauts-marais, Eigenried, Rigi (photo : Andreas Busslinger)

Pose de jalons pour l'année 2024

En décembre, nous commençons traditionnellement à poser les jalons pour l'année suivante. Au vu de la baisse de l'inflation, l'on peut s'attendre également à une baisse des taux directeurs.

Il est également important que les taux d'actualisation applicables aux futurs revenus soient plus bas, puisque les rendements «sans risque» des obligations d'État ont déjà baissé ou vont encore baisser. Cela a pour effet que l'évaluation de tous les actifs réels ayant des cash-flows positifs qui peuvent être générés de manière relativement stable sur une longue période, devraient s'améliorer au cours des deux prochaines années. Les secteurs tels que les infrastructures, l'immobilier résidentiel et les entreprises industrielles et de services avec une part élevée d'activités récurrentes en profiteront. Nous y incluons non seulement des entreprises technologiques telles que Microsoft, Apple et Google, mais également des prestataires de services comme SAP (logiciels ERP) et

les fournisseurs de logistique Kühne+Nagel et DHL.

En ce qui concerne les entreprises industrielles, nous sommes plus prudents et examinons de près la résilience à la récession. Nous évitons un grand nombre de positions dans la métallurgie et la construction mécanique. En revanche, nous favorisons les leaders mondiaux comme Schneider Electric et Siemens, dont le modèle d'affaires compte une part importante d'informatique industrielle. Ces entreprises sont en contact étroit avec leur clientèle et génèrent des progrès considérables dans les processus de travail grâce à une utilisation accrue de l'intelligence artificielle, ce qui permet d'augmenter la productivité et ainsi, la compétitivité de leurs clients.

Il existe également de petites entreprises industrielles qui ont acquis une position exceptionnelle sur des marchés de niche. Accelleron, Bossard et u-Blox ainsi que Also en sont des exemples.

Très bonne performance au mois de novembre

Le mois de novembre a été positif pour toutes les classes d'actifs. Les obligations de nos portefeuilles ont connu une nette progression (environ +2.7 %). En moyenne, les titres d'infrastructures (+7.5 %) ont progressé plus vigoureusement que le Swiss Market Index (SMI : +4.5 %). Sur les marchés des actions, la performance mensuelle de nos actions s'est avérée positive quasiment partout. Les titres européens ont connu l'évolution la plus robuste (Siemens +23 %, Partners Group +20 %, DHL +17 %, Swissquote et SAP +15 % chacun). Les actions américaines du secteur technologique (Microsoft +12 %, Apple +11 % et Alphabet +7 %) ont également connu une importante progression. La performance du prestataire du marché privé KKR a été encore nettement supérieure (+37 % en novembre). Le dollar s'est déprécié de 3.9 % en novembre, ce qui a sensiblement freiné la hausse des cours des actions américaines de premier plan en francs suisses. La classe d'actifs Private Equity a connu la plus forte évolution au mois de novembre (+13 %). Cela a eu pour conséquence que les classes de

risque qui ont le plus progressé sont celles qui disposaient de la plus grande part d'actions, d'infrastructures et de private equity. Dans la classe de risque «équilibrée» 3 (par exemple, Revo3 +4.9 %), la performance mensuelle a été légèrement inférieure à celle de la classe de risque dynamique 5 (par exemple, Revo5 +5.9 %, RevoDividendes +6.3 %).

Sur l'ensemble de l'année, les stratégies de dividendes arrivent en tête avec chacune une hausse de rendement à deux chiffres (par exemple, RevoDividendes +13.5 %). Environ 4 % sont issus des dividendes versés par les actions sous-jacentes. La part restante du rendement global est imputable à des gains de cours. Les deux actions Nestlé (-5 % depuis le début de l'année) et Roche (-16 %) sont nettement sous-pondérées au sein de cette stratégie en comparaison avec leur pondération dans le SMI, ce qui explique une part importante de la performance exceptionnellement positive. Avec 10'854 points, le SMI n'est que de 1.2 % plus élevé qu'au début de l'année.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Novembre 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	+3.4%	+3.9%
Zugerberg Finanz R2	+4.0%	+6.0%
Zugerberg Finanz R3	+4.6%	+7.2%
Zugerberg Finanz R4	+5.2%	+8.8%
Zugerberg Finanz R5	+3.8%	+7.2%
Zugerberg Finanz RDividendes	+5.6%	+12.1%
Zugerberg Finanz Revo1	+3.4%	+4.8%
Zugerberg Finanz Revo2	+4.2%	+7.1%
Zugerberg Finanz Revo3	+4.9%	+8.2%
Zugerberg Finanz Revo4	+5.4%	+9.3%
Zugerberg Finanz Revo5	+5.9%	+10.4%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+6.3%	+13.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+4.0%	-6.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+4.7%	-10.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+5.3%	-13.5%

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Novembre 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+2.4%	+2.1%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+2.6%	+3.3%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+3.0%	+4.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+2.5%	+4.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+3.0%	+5.5%

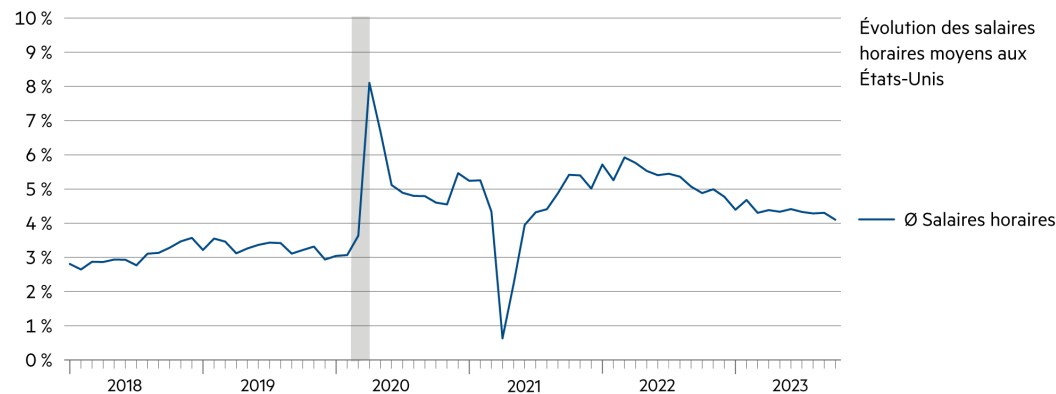
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Novembre 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+3.4%	+4.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+4.2%	+7.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+4.9%	+8.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+5.4%	+9.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+5.9%	+10.4%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+6.3%	+13.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+4.0%	-6.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+4.7%	-10.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+5.3%	-13.5%

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

Macroéconomie

La consommation stabilise l'économie



Évolution des salaires horaires moyens aux États-Unis au cours des 5 dernières années (Source : US Bureau of Labor Statistics | graphique : Zugerberg Finanz – la période de récession est marquée en gris)

L'évolution des salaires horaires indique clairement qu'il n'y aura pas d'effets de second tour aux États-Unis. Le marché du travail est en bonne voie de normalisation. Comme en Europe, la hausse des salaires nominaux et la baisse des taux d'inflation engendrent une augmentation des salaires réels, ce qui, associé à l'augmentation du nombre de personnes actives, se traduit par une hausse de la consommation et par davantage de stabilité macroéconomique.

Sur le plan mondial, nous tablons sur une croissance du PIB réel de près de +3 % en 2024. Cela s'explique d'une part par la forte croissance en Inde, en Indonésie et, dans une moindre mesure, en Chine. L'économie mondiale est également stimulée par l'augmentation des revenus réels des ménages et de la consommation y relative. La résistance occasionnée par le durcissement des conditions monétaires s'affaiblit en 2024. Une partie de la hausse des salaires a été compensée par des gains de productivité significatifs ; dans certains domaines, les coûts salariaux unitaires ont même baissé sensiblement en termes réels.

La reprise de l'activité de production industrielle et la volonté renforcée des banques centrales de réduire également les taux directeurs en cas de baisse des taux d'inflation reflètent la note d'optimisme modéré sur laquelle devrait débiter l'année 2024. Nous partons du principe que l'inflation sous-jacente mondiale devrait encore sensiblement reculer d'ici la fin de l'année 2024, car la pression de la concurrence continue à faire baisser l'inflation des biens de base et l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché du travail continue de s'améliorer.

Aux États-Unis, nous tablons sur une croissance du PIB réel dans une fourchette de 1.5 % à 2.0 % en 2024. La croissance du revenu disponible

réel est impressionnante, car l'inflation a subi un net recul et pris des proportions déflationnistes dans certains secteurs. La désinflation sur les marchés de l'énergie, du travail, de la location de logements et de l'automobile fait que la probabilité d'entrer en récession au cours des douze prochains mois reste faible. Si l'inflation sous-jacente (PCE, importante pour la Federal Reserve) tombe à un peu plus de 2 % d'ici décembre 2024, il y a lieu de s'attendre à des baisses des taux directeurs l'année prochaine.

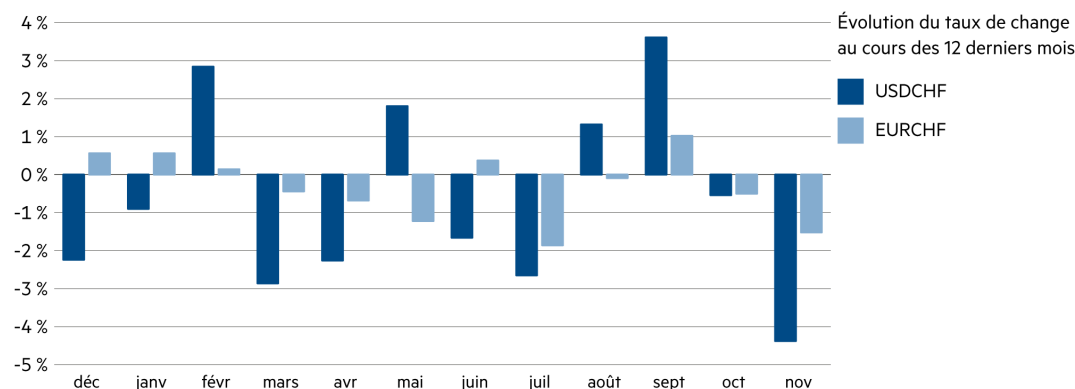
Dans la zone euro, le pessimisme quant aux perspectives reste largement partagé. Toutefois, l'on peut s'attendre à ce que la croissance du PIB réel augmente à 1.0 % en 2024, en raison de la nette augmentation du revenu disponible réel, des taux d'intérêt (de crédit) plus faibles et donc d'une activité d'investissement (dans la construction) plus élevée. L'inflation sous-jacente (3.6 % en novembre) devrait retrouver le niveau de la stabilité des prix d'ici décembre 2024, ce qui se traduit par un recul soutenu de l'inflation des services et par une normalisation de la hausse des salaires.

Puisque la majeure partie des économies mondiales se développent mieux que celles d'Europe occidentale, cela signifie d'autant plus qu'il convient de se concentrer sur les meilleurs modèles d'entreprise dans le cadre de la sélection des actions européennes (et donc aussi suisses). Malgré la prédominance des géants technologiques américains, il y a lieu de garder à l'esprit que l'Europe dispose de plusieurs perles dans de nombreuses industries mondiales, avec des avantages concurrentiels considérables.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗→	↗	En Europe, la Suisse demeure le refuge de la stabilité monétaire et fiscale, d'une inflation faible et de conditions-cadres fiables.
Zone euro, Europe	↗→	↗	Une approche extrêmement sélective des actions et des obligations en Europe est dans tous les cas nécessaire, car il existe trop de blocages structurels à la croissance.
Etats-Unis	↗→	↗	Après un creux au cours des prochains mois, le passage à un niveau de taux d'intérêt plus faible devrait permettre de retrouver une phase de croissance plus longue à partir du 1er semestre 2024.
Reste du monde	↗	↗	La Chine est soumise à un «risque de japonisation» grandissant, avec une croissance lente, l'immobilisme du gouvernement et un ralentissement continu de l'immobilier.

Liquidités, devises

Un dollar sujet aux fluctuations



Évolution du taux de change au cours des 12 derniers mois (Source : Bloomberg Finance LP | graphique : Zugerberg Finanz)

Au cours des 12 derniers mois, l'évolution du cours de change du franc suisse par rapport à l'euro a été tout à fait modérée par rapport au dollar. La volatilité du dollar saute aux yeux. Le mois de novembre a été le plus faible (-3.9 %) de l'année en cours. En raison de la baisse des rendements obligataires et des incertitudes politiques précédant les élections présidentielles, la faiblesse du dollar devrait perdurer en 2024.

Le cours USDCHF oscillait récemment entre 0.87 et 0.88 franc. C'est environ 5 % de moins qu'en début d'année. En raison de la baisse de l'inflation aux États-Unis et de l'anticipation y relative de plusieurs baisses des taux directeurs au cours des deux prochaines années, le dollar devrait continuer à se déprécier. Quoi qu'il en soit, la parité de pouvoir d'achat est d'environ 0.80 franc, soit nettement inférieure. Sur de courtes périodes, un taux de change peut s'écarter fortement de la parité de pouvoir d'achat, mais pas sur une longue période.

Le cours EURCHF s'est révélé une fois de plus nettement plus stable au cours des douze derniers mois. Avec -3.7 % par rapport au début de l'année, il a moins perdu que le dollar, mais a également montré des fluctuations mensuelles moins importantes. Sur le plan des obligations, nous couvrons en francs suisses les emprunts négociés en euros. Cela coûte actuellement 2.3 % par an, avec une perspective de frais de couverture plus faibles pour les deux prochaines années. De plus, la

parité de pouvoir d'achat (0.99) indique que l'euro est encore susceptible d'évoluer plutôt vers la parité.

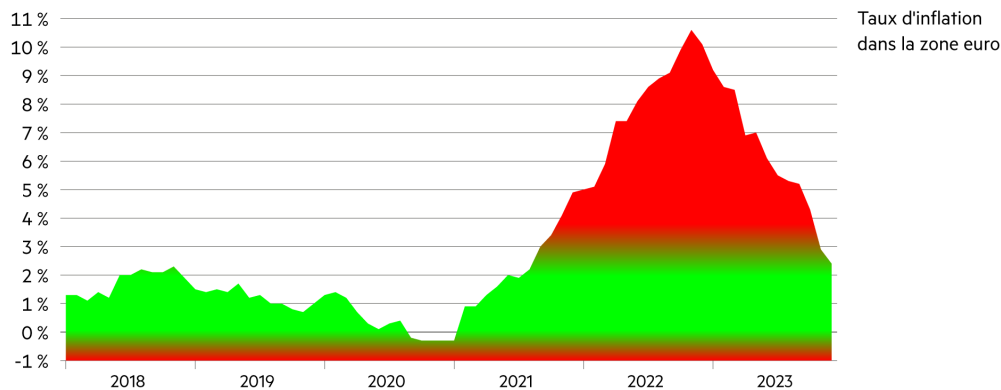
Sous cet angle également, le dollar se montre sous un jour négatif. Couvrir cette devise contre le franc suisse coûte actuellement 3.9 %. À cet égard, nous nous attendons toutefois à une baisse des frais de couverture ces prochaines années en raison de la diminution des écarts entre les taux à l'extrémité courte de la courbe des taux. Cela rendra particulièrement attractives en particulier les obligations à long terme émises en USD par des entreprises suisses comme Roche, Novartis et Zurich Insurance. En dollars, les rendements annuels sont supérieurs à 5 % : si les frais de couverture tombent à 2 %, les débiteurs les plus solides de Suisse génèrent au bout du compte un rendement annuel en francs d'environ 3 %. Cela représente une énorme différence par rapport au rendement des emprunts de la Confédération à dix ans, qui est tombé au faible niveau de 0.8 % fin novembre.

La tendance de l'inflation en Suisse est sur la bonne voie. L'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a baissé de 0.2 % en novembre 2023 par rapport au mois précédent pour atteindre le niveau de 106.2 points (décembre 2020 = 100). Par rapport au même mois de l'année précédente, le renchérissement représentait +1.4 %. Avec +1.4 %, l'inflation sous-jacente se situait encore plus nettement dans la zone de stabilité des prix. Le franc fort provoque une déflation importée.

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 (+1.4 %), a intérêt à placer les liquidités excédentaires dans un portefeuille de titres.
Euro / Franc suisse	→	→	A 0.95, 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

L'inflation en baisse



Évolution du taux d'inflation dans la zone euro au cours des dernières années (2018 à 2023 ; taux d'inflation sur 12 mois) (Source : Bloomberg Finance LP | graphique : Zugerberg Finanz)

Cette année, l'événement saillant pour les marchés des capitaux a été la baisse de l'inflation. Dans la zone euro, elle était de 10.6 % en octobre 2022. 13 mois plus tard seulement, l'inflation se situe au bas niveau de 2.4 %. Ce faisant, l'inflation globale a baissé beaucoup plus rapidement que prévu par les marchés obligataires. Il semble déjà que la phase des taux d'intérêt très élevés des obligations et des coûts élevés du crédit pour les entreprises est également révolue.

L'inflation élevée a fait craindre que les États et les entreprises aient le plus grand mal à supporter les coûts élevés du capital dans le cadre d'un régime de politique monétaire restrictif. Cette année, les obligations n'ont pas été appréciées pendant une longue période, ce d'autant plus que les banques centrales n'ont cessé d'augmenter les taux directeurs qu'à l'automne 2023. Mi-octobre, l'indice mondial des obligations se situait encore à -3.5 % depuis le début de l'année. Après la catastrophique année obligataire 2022, une nouvelle mauvaise année semblait s'annoncer.

Toutefois, avec la fin du cycle de hausse des taux directeurs et la baisse continue des taux d'inflation, l'opinion s'est retournée au cours des six dernières semaines. Tout comme la hausse de l'inflation avait été sous-estimée en 2022, même les banquiers centraux ont sous-estimé la baisse de l'inflation en 2023. Quoiqu'il en soit, en novembre le taux d'inflation dans la zone euro a baissé bien plus que beaucoup ne l'avaient prévu. Selon l'office statistique européen Eurostat, l'augmentation des prix à la consommation n'était plus que de 2.4 % par rapport au même mois de l'année précédente. Il s'agit de la plus forte baisse de l'histoire enregistrée dans la zone euro.

Les Pays-Bas et la Belgique sont déjà en déflation. En Italie, l'inflation

n'était plus que de +0.7 %. En Allemagne, elle était de +2.3 %. Le taux le plus élevé de la zone euro est celui de la Slovaquie, avec +6.9 %. Le pays connaît une forte reprise, notamment grâce à un vaste processus de reshoring, c'est-à-dire le transfert de capacités de production de l'Extrême-Orient vers l'Europe de l'Est.

Il aura ainsi besoin d'un certain temps pour marquer le pas. Pour le reste, il a été frappant de constater que l'inflation sous-jacente s'est élevée à 0.0 % au mois de novembre, avec une légère baisse des prix des biens et une légère hausse des prix des services. Cependant, même si l'on fait abstraction du bruit mensuel, le taux d'inflation sous-jacente annualisé sur trois mois dans la zone euro s'est érodé, passant de 4.1 % en été à 0.8 % en novembre, ce qui se situe nettement en-dessous de l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE).

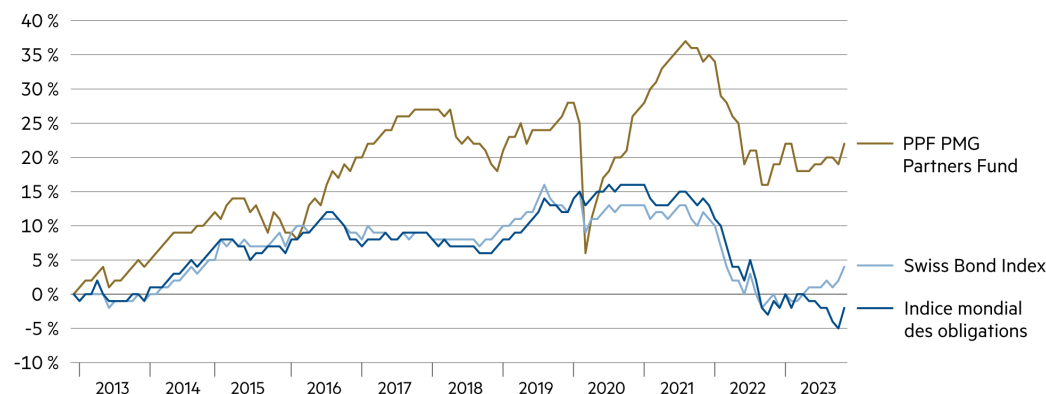
Pour la BCE, les nouveaux chiffres de l'inflation donnent un puissant élan aux discussions consacrées à une baisse des taux directeurs. Pour une zone économique qui connaît une croissance d'environ 1 % et une inflation d'environ 2 %, un niveau de taux directeur de 4 % est beaucoup trop restrictif. Nous estimons que si ces valeurs d'inflation devaient être confirmées, la BCE procédera à une première baisse dès le deuxième trimestre 2024.

La prochaine réunion de la BCE sur les taux d'intérêt aura lieu la semaine prochaine. Nous nous attendons à ce que la présidente Christine Lagarde prenne position dans le sens où «il n'est pas encore temps de crier victoire». Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, a récemment déclaré que «le dernier kilomètre» de la lutte contre l'inflation pourrait s'avérer particulièrement difficile.

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 toujours être un placement intéressant pour les 20 à 30 prochains mois.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Nous considérons ce segment comme intéressant compte tenu des perspectives de croissance modérées, principalement dans le domaine des échéances plus longues avec coupons fixes.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Le marché des obligations hybrides s'est bien développé récemment, mais il dispose encore d'un grand potentiel. La tendance à la reprise devrait se prolonger largement jusqu'en 2024.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Des perspectives structurellement améliorées



Opportunités de crédit comparées à l'indice mondial des obligations et au Swiss Bond Index (Source : Bloomberg LP | graphique : Zugerberg Finanz)

En novembre, 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, est toujours en zone négative depuis le début de l'année (-0.2 %), le ZIF a pu se maintenir à un niveau modéré (+3.7 %). Le COF a connu une progression un peu plus faible (+2.6 %).

La majeure partie des grands investisseurs utilisent l'indice obligataire mondial («Global Aggregate Total Return Index Hedged CHF»), couvert en francs, comme référence pour leurs obligations. Il est vrai que la probabilité de défaillance est très faible, car cet indice se compose surtout d'obligations d'État et d'obligations d'entreprises bien notées. Pourtant, cette sécurité a aussi un prix. Depuis que nous avons lancé le Credit Opportunities Fund il y a onze ans, celui-ci a progressé de +23.0 % net, tous frais et charges compris. Cela correspond à un rendement moyen de +1.9 %. Sur l'ensemble de cette période, l'indice obligataire mondial a subi une perte cumulée (-2.1 %). Il en résulte un énorme écart de rendement de 25 % par rapport au COF, c'est-à-dire que la plus grande sécurité a entraîné un rendement nettement plus faible.

Bien entendu, on pourrait argumenter que l'on ne souhaite pas d'obligations des États-Unis, d'Allemagne, etc. dans son portefeuille. Celui qui fonde sa sélection exclusivement sur le petit marché des capitaux en francs et sur les obligations qui sont à disposition ici, aura bien moins de possibilités de diversification à disposition. Le Swiss Bond Index (SBI) incarne le marché des capitaux en francs. Ici, le tableau n'est pas fondamentalement différent. Au cours des onze dernières années, le SBI aurait permis d'obtenir un rendement global de +3.8 %, ce qui corres-

pond à un rendement annuel de +0.3 %. La différence de rendement par rapport au COF s'élève à environ 20 %, soit 1.6 % par an.

Le ZIF est sur la voie d'un positionnement entre le SBI et le COF. Sa notation est toujours de bonne qualité, et se situe autour de la note A-. On le remarque également au fait que les primes de risque de crédit par rapport aux obligations d'État correspondantes ont été nettement réduites par des mesures actives. Durant la phase de taux d'intérêt nuls et négatifs, nous considérons que des primes de risque plus élevées étaient appropriées. Désormais, elles ont été réduites de plus de la moitié, à 150 points de base (-170 points de base), au cours des onze premiers mois de l'année en cours.

A cette fin, les possibilités de rendement dans un environnement de taux d'intérêt élevés ont été accrues par une tendance à l'allongement des échéances. La durée résiduelle des emprunts n'est pas aussi élevée que pour le SBI, mais elle a été nettement augmentée au cours de cette année. La durée est utilisée comme critère de mesure. Nous l'avons augmentée de 35 %, passant de 3.8 (1er janvier 2023) à 5.2 (30 novembre 2023), dans le but de pouvoir profiter plus longtemps du niveau plus élevé des taux d'intérêt pour les emprunts à plus long terme. Sur le plan technique, il y a lieu de souligner que la convexité a été avantageusement doublée depuis l'été.

Le ZIF et le COF se distinguent en ceci que le ZIF suit des opportunités dans la structure des taux d'intérêt et le COF des opportunités dans les risques de crédit. Les durées sont plus courtes, mais nous avons augmenté la durée de 1.8 à 3.0 depuis le début de l'été. Dans un environnement économique solide, on peut partir du principe que l'engagement dans les risques de crédit avec des coupons fixes est rentable.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+3.7 %	+2.6 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-10.4 % (-2.0 %)	+23.0 % (+1.9 %)
Quantité de mois de performance positive :	52 %	66 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	150 BP (-80 PB)	662 BP (+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

De l'importance des centres de données



Les lignes électriques et téléphoniques, des infrastructures essentielles (Photo : Andreas Bussinger, canton de Zoug)

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.

En Europe, les prix de l'immobilier ont chuté plus fortement dans le secteur commercial que dans l'immobilier résidentiel. La Suisse fait figure d'îlot de cherté dans ce paysage. Toutefois, alors que Steve Schwarzman, fondateur de Blackstone, a récemment déclaré que sa société envisageait un certain nombre d'opportunités d'achat dans l'immobilier dans toute l'Europe, le moment est venu d'écouter attentivement.

Si la société Blackstone, qui possède près de 10'000 biens immobiliers dans le monde et qui déduit ses conclusions d'un énorme fonds interne d'informations concernant le marché et les clients, s'exprime de cette façon, il y a lieu de la prendre au sérieux. Le plus grand prestataire mondial de Private Equity et de Private Real Estate apprécie en ce moment les offres portant sur des centres de données, des entrepôts et des logements pour étudiants. Et il n'est pas le seul. Partners Group développe également ses activités dans le domaine du Private Real Estate en Europe, tout comme le fonds souverain norvégien, qui s'associe souvent à Swiss Life dans le secteur immobilier européen. Swiss Life se trouve également en pleine expansion, tant dans l'immobilier que dans les infrastructures.

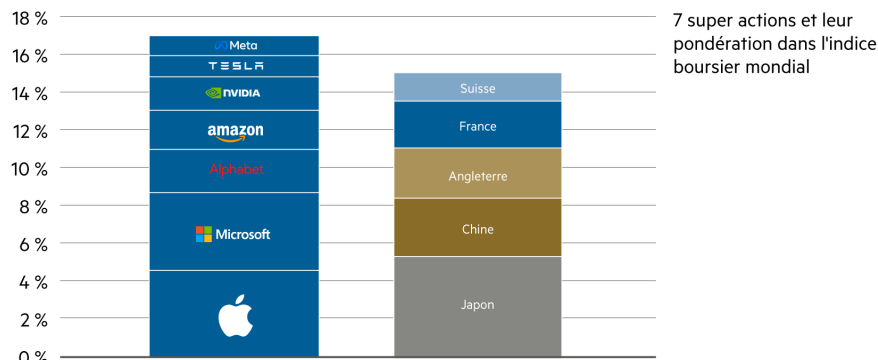
Sur les marchés des capitaux, les nouvelles vont vite. Dans l'indice boursier Stoxx Europe 600, le secteur Real Estate a été le segment le plus rentable en novembre, avec +15 %. Tous les indicateurs de tendance restent orientés à la hausse. La principale réflexion se concentre sur les comptes de résultats et les bilans des sociétés immobilières. En ce qui concerne les revenus locatifs, la tendance est à la hausse. Une partie de l'inflation des coûts peut être répercutée sur des loyers plus élevés. En outre, le bilan comporte souvent une position de capital étranger portant intérêt de 25 % à 40 %, ce qui signifie qu'un crédit bancaire ou un emprunt doit être servi avec intérêts et remboursé ou refinancé à l'échéance.

Etant donné que les taux d'intérêt ont déjà nettement baissé et que le refinancement est devenu plus avantageux, les entreprises immobilières (résidentielles) solides et les exploitants d'infrastructures jouissent d'une grande attractivité auprès des investisseurs dans une phase de baisse des taux. De nombreux investisseurs institutionnels, comme la SUVA, s'engagent dans le secteur des infrastructures exclusivement sur les marchés privés, mais la classe d'actifs peut également être abordée à travers des actions d'infrastructures cotées en bourse. Les modèles d'affaires des entreprises d'infrastructure cotées en bourse permettent d'obtenir des rendements robustes et protégés contre l'inflation, et offrent en même temps la liquidité et la transparence quotidiennes des marchés publics. Dans des conditions de marché difficiles, les entreprises se sont montrées résistantes. Parmi nos favoris figurent Flughafen Zürich (+32 % de rendement total depuis le début de l'année), BKW (+23 %), Vinci (+25 %) et Engie (+30 %). Seule RWE (-3 %) est restée à la traîne. Mais ses objectifs et intentions, communiqués récemment lors de la journée des investisseurs, nous semblent positifs.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	Les hypothèques à taux fixe sur 3 à 5 ans sont particulièrement attractives (et moins chères que les hypothèques Saron), car les taux swap y sont tombés à environ 1.3 %.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	De manière sélective, nous estimons que les bonnes sociétés anonymes immobilières en Suisse et à l'étranger avec un portefeuille de clients transparent sont évaluées de manière attractive.
Fonds immobiliers CH	↗	↗	Après des dévaluations et des agios nettement plus bas, des taux d'escompte plus bas devraient à nouveau entraîner des revalorisations et des agios plus élevés dans les années 2024/25.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	La performance exceptionnelle des infrastructures en novembre a été menée par Flughafen Zürich (+10 %) devant RWE (+9 %). Vinci (+7 %) a également connu une forte hausse.

Actions

7 super actions dominent l'indice boursier mondial



Les 7 super actions et leur pondération dans l'indice boursier mondial (Source : Bloomberg Finance LP par rapport au MSCI ACWI au 30.11.2023 | graphique : Zugerberg Finanz)

Sept actions déterminent à elles seules 17 % de l'indice boursier mondial. Leur pondération est supérieure à celle de toutes les actions du Japon, de la Grande-Bretagne, de la Chine, de la France et de la Suisse réunies. Une telle prédominance est totalement inédite. Les sept super actions sont toutes des actions américaines en lien avec la technologie. Leur poids dominant a également pour conséquence que l'indice boursier mondial est dominé par les actions américaines.

La récente évolution n'a rien de surprenant. Les actions technologiques ont marqué l'année 2023. De nouveaux modèles d'entreprise émergent à un rythme exponentiel, la numérisation modifie la manière dont les entreprises traitent leurs processus depuis des temps immémoriaux et l'intelligence artificielle (IA) va connaître une évolution fulgurante. Dans un premier temps, cela a agi comme stimulant pour les entreprises considérées comme les plus avancées dans l'utilisation de l'IA.

Toutefois, comme avec un iceberg, la plus grande partie reste dissimulée aux regards. Nous sommes convaincus qu'il existe un grand potentiel dans ce domaine. La robotique, l'automatisation et l'ingénierie moderne des processus et des achats constituent des thèmes très populaires. Des entreprises comme Schneider Electric, Siemens, Thermo-Fisher Scientific, mais aussi Kühne+Nagel et DHL comptent parmi les principaux fournisseurs de solutions au monde. Et pour le traitement, on a recours à SAP.

Nous nous sommes fixé pour objectif d'identifier toutes les possibilités de profiter à plus long terme de la vague d'IA générative qui transforme presque tout en ce moment. Il s'agit d'un mouvement dont la portée ira bien au-delà de celle d'Internet. Les taux de croissance sont promet-

teurs, tout comme les gains de productivité envisagés.

De plus, les rendements obligataires ont déjà recommencé à baisser de manière significative. En Suisse tout au moins, les actions sont plus attrayantes que les obligations d'État. Au sein de notre portefeuille Zugerberg Finanz, le rendement sur dividendes demeure inchangé à 4.0 % pour cette année, et à 4.3 % pour l'année prochaine. Alors que les rendements des emprunts d'État à dix ans en Suisse ont chuté à 0.8 %, on obtient 3.5 % de plus rien qu'avec le rendement sur dividendes. Nous restons convaincus que les stratégies d'actions à dividendes resteront sur le long terme au centre des attentions des investisseurs, en particulier avec de tels écarts de rendement.

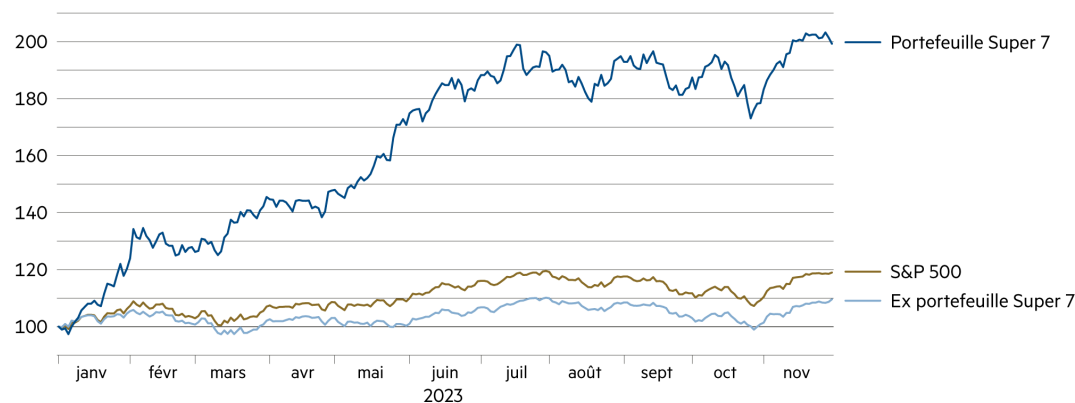
Nous disposons en outre d'«aristocrates du dividende» dont le rendement en espèces peut être pronostiqué de manière fiable. Notre portefeuille inclut plusieurs actions qui ont régulièrement augmenté le paiement de dividende par action au cours de chacune des dix dernières années. Certaines de ces entreprises ont connu une bonne évolution cette année également, et ont annoncé un dividende dépassant les attentes. Des dividendes exonérés d'impôt sont disponibles pour cinq des sociétés de notre portefeuille, qui sont en mesure de verser de tels dividendes à partir de réserves de capital étrangères.

La combinaison de titres technologiques, d'une sélection liée aux dividendes et d'une sélection minutieuse des gagnants du mouvement de l'IA est désormais particulièrement intéressante. Nous restons confiants dans le fait que ces prochaines années offriront de nombreuses opportunités de participer de manière supérieure à la moyenne au développement de l'économie réelle grâce à une sélection disciplinée des actions.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Nous apprécions les bénéfices en augmentation des entreprises, les dividendes en hausse et les valorisations modérées. Une sélection disciplinée est toutefois nécessaire.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Il existe de manière sélective des actions européennes d'une qualité exceptionnelle à une évaluation avantageuse, avec des perspectives de croissance et de cash-flow prometteuses.
Actions Etats-Unis	↗→	↗	En novembre, le rendement des actions de l'indice large S&P 500 s'est élevé à +8.9 %. Toutefois, en raison de la chute de l'USD, l'investisseur en francs suisses n'a obtenu que +4.8 %.
Actions Pays émergents	↗	↗	En novembre, le rendement du MSCI Emerging Markets était de +7.9 % (en USD), celui du MSCI China de seulement +2.3 %. L'économie chinoise s'affaiblit.

Placements alternatifs

La concentration nécessite de la diversification



Indice boursier américain avec et sans les 7 super actions (depuis le 31 décembre 2022) (Source : Bloomberg Finance LP | graphique : Zugerberg Finanz)

Quiconque évolue dans le domaine des actions cotées ne peut pas passer à côté des 7 super actions du secteur technologique américain. Il est également surprenant de constater que l'indice large américain «S&P 493» (S&P 500 moins 7) a pratiquement évolué à plat jusqu'à présent en cours d'année. Cela signifie que dans un portefeuille orienté sur le long terme, il y a lieu de chercher à diversifier les classes d'actifs. Le Private Equity s'impose.

Récemment, le fonds souverain norvégien, le plus important investisseur d'Europe avec 1'000 milliards de francs, a décidé de réduire la part d'actions et d'augmenter celle du Private Equity dans son allocation stratégique des placements. De même, la SUVA, le plus grand investisseur institutionnel de Suisse avec un volume de placement de plus de 60 milliards de francs, va augmenter les investissements sur le marché privé – jusqu'à 15 % dans la caisse de pension.

Ce faisant, l'on obtient une meilleure diversification. Les entreprises qui ne sont pas cotées en bourse sont traditionnellement des entreprises de taille moyenne qui connaissent une forte croissance. En règle générale, leur croissance est nettement plus forte que celle des actions cotées. Toutes les 7 super actions avaient grandi dans l'environnement du marché privé. Certains titres du SMI ont également connu la même chose (p. ex. Geberit, Sonova, Logitech). Néanmoins, beaucoup de ces entreprises n'entrent plus en bourse, car elles peuvent s'occuper davantage de leurs clients et mieux se développer en dehors des conférences d'analystes.

Par exemple, Partners Group a fait en novembre l'acquisition de l'entre-

prise «Rosen Group» en Suisse centrale. Son fondateur, Hermann Rosen, a fondé cette entreprise technologique innovante et à forte croissance à Stans. Il y a environ 40 ans, elle comptait alors déjà dix collaborateurs. Aujourd'hui, elle en compte plus de 4'000. Monsieur Rosen est actionnaire minoritaire et reste membre du conseil d'administration même après le rachat par Partners Group. Sur le plan professionnel, il a désormais la possibilité de se consacrer à nouveau de manière accrue aux nouvelles technologies, en particulier dans le domaine des éoliennes offshore et des inspections sous-marines. Le fondateur de l'entreprise, aujourd'hui âgé de 77 ans, confie la gestion du groupe, qui réalise un chiffre d'affaires d'environ 750 millions de dollars et un bénéfice d'environ 200 millions de dollars, au nouvel actionnaire qui entend «poursuivre sur le long terme l'histoire à succès unique de Rosen». Selon les informations reçues, aucun membre de la famille n'aurait pu assumer son rôle.

Il n'est pas possible de participer à de telles entreprises en bourse. Seule une minorité d'entreprises de cette taille dans le monde sont cotées sur les marchés boursiers. La plupart sont détenues et négociées de manière privée. Avec le «Partners Fund», nous participons à ce type d'entreprises et à leur développement. Mais nous ne pouvons le faire que dans des formats de placement vraiment à long terme. Pour ceux dont l'horizon de placement est inférieur à dix ans, nous leur permettons d'accéder à des véhicules plus liquides ou au fonds de véhicules de Private Equity cotés («LPActive Value»). Ils ont également leur utilité à long terme, mais leur volatilité est nettement plus élevée à court terme.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	L'indice mondial des matières premières est environ 10 % plus bas qu'au début de l'année (en USD), ce qui signifie que pour la zone euro et la zone CHF, les cotations des matières premières ont baissé encore plus fortement.
Or / Métaux précieux	↗	↗	Il est vrai qu'avec 1'782 CHF/onçe dernièrement, le prix de l'or était 5.6 % plus élevé qu'en début d'année. Toutefois, de facto, le prix évolue latéralement avec d'importantes fluctuations.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Nous sommes attirés par cette niche, il en résulte également un attrait exceptionnel dans le domaine des emprunts d'assurance subordonnés.
Private Equity	↗	↗	La solution «Listed Private Equity» au sein de notre portefeuille a progressé de 19 % 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)			
		30.11.2023	11/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Actions							
SMI	CHF	10'854.3	+4.5%	+1.2%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'236.4	+4.6%	+3.7%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	16'215.4	+8.4%	+12.4%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'310.8	+5.2%	+9.0%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	29'737.4	+6.2%	+21.0%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'453.8	+1.7%	-1.0%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'382.5	+6.9%	+11.5%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	35'950.9	+4.6%	+2.9%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'567.8	+4.8%	+12.9%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	14'226.2	+6.5%	+29.0%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	33'486.9	+6.7%	+7.7%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	66'988.4	+0.7%	+3.6%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	3'023.6	+5.0%	+10.3%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	987.1	+3.7%	-2.0%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	151.6	+2.6%	-0.3%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.4	+4.2%	+0.9%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	328.4	+4.2%	+5.1%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	256.2	+4.5%	+0.8%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	175.6	+3.9%	+10.0%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	137.7	+3.0%	-3.3%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	175.7	+2.8%	+1.4%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	180.1	+1.2%	+4.7%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.5	+5.4%	-0.3%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	567.8	+4.0%	+5.0%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	160.6	+2.1%	+3.3%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	279.7	+2.6%	+6.9%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	57'299.7	-1.3%	+3.5%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	101.8	-6.4%	-14.4%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'211.7	+4.4%	-0.4%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.8752	-3.9%	-5.3%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9529	-1.0%	-3.7%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5863	-2.3%	-16.9%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1048	-0.2%	-1.2%	-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 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 31/10/2023 ; données économiques au 31/10/2023 ; pronostics économiques au 31/10/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.