



Tilleul près de Lüthärtigen, Menzingen, canton de Zoug (Photo : Andreas Busslinger)

Le cycle d'innovation prend de l'élan

Début décembre, on ne fait pas seulement une rétrospective de l'année bientôt écoulée, mais on examine également l'avenir. Celui-ci devrait être prometteur, car nous nous trouvons à l'orée d'un cycle technologique qui n'a lieu qu'une fois toutes les deux décennies. Sur le plan économique, il s'agit d'un supercycle d'innovation qui ne se produit pas seulement aux États-Unis, mais également chez nous. Ce n'est pas un hasard si des entreprises de premier plan comme Nvidia, Google, Disney et Microsoft s'appuient sur leurs propres centres de recherche en Suisse, qu'elles ont construit dans l'environnement des universités et des EPF de Zurich et de Lausanne.

Autre fait intéressant, d'anciens employés de Google (Zurich) ont, par exemple, déjà fondé plus de deux douzaines de start-ups. D'autres continuent à créer leur entreprise dans les laboratoires des hautes écoles. L'ETH Zurich est le leader mondial de la recherche en robotique, sous la houlette de professeurs comme Roland Siegwart et Raffaello D'Andrea, et elle excelle dans la création de startups de robotique comme ANYbo-

tics. En janvier 2024, le groupe ABB a racheté la startup Sevensesense de l'EPFZ, qui utilise l'intelligence artificielle pour aider les robots à gagner en précision et en autonomie.

Actuellement, les robots mobiles bousculent des secteurs entiers grâce à leurs capacités de production et de logistique. De nombreuses entreprises suisses, mais aussi des fleurons comme SAP, Siemens et Schneider Electric profitent du talent scientifique de l'Europe. Le secteur pharmaceutique européen vit également de la collaboration entre les instituts de recherche publics et les entreprises privées (comme le font même des géants américains comme Eli Lilly), et il en résulte un environnement fertile pour l'innovation. Et cela permet de nourrir l'espoir de futures bonnes années boursières grâce à une sélection disciplinée. En effet, les innovations constituent le meilleur moyen de renforcer la position d'une entreprise sur le marché et son pouvoir en matière de fixation des prix, ainsi que d'améliorer ses marges bénéficiaires.

Hausse au mois de novembre

Les marchés américains ont entamé le mois de novembre avec une réaction positive à l'élection de Donald Trump. Le S&P 500 (+6 %) a enregistré sa plus forte augmentation mensuelle de l'année 2024. En revanche, le Swiss Market Index (SMI : -0.2 %) n'a que peu évolué. Malgré les incertitudes entourant l'introduction d'éventuels droits de douane, la future évolution de l'inflation et les éventuelles mesures de baisse des taux d'intérêt de la Fed, l'indice de peur VIX a terminé à 13.5, son niveau le plus bas depuis juillet.

Après un mauvais mois d'octobre, de nombreuses classes de risque ont nettement progressé en novembre. Dans la classe de risque défensive 1 (par exemple, +2.3 % pour R1 avec une part élevée d'obligations, et +2.9 % pour le libre passage R1), la performance est nettement positive depuis le début de l'année. Toutes les solutions obligataires ont contribué à la performance mensuelle, le Zugerberg Income Fund (+1.1 % de

performance) ayant réalisé un rendement mensuel important pour les obligations.

Dans la classe de risque « équilibrée » 3 (par exemple R3 avec +10.1 % depuis le début de l'année), le rendement global se caractérise par une évolution positive de l'ensemble des classes d'actifs.

La classe de risque 5, la plus dynamique (par exemple Revo5 avec +1.9 % en novembre, à +13.1 % depuis le début de l'année), s'est davantage démarquée de la performance des solutions de dividendes (par exemple RevoDividendes avec +1.2 % en novembre à +9.1 % depuis le début de l'année). Les actions Nestlé ont été l'un des principaux facteurs de cette différence, car leur pondération est nettement plus élevée dans la solution dividendes et elles ont subi un net recul en novembre (-6 %).

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Novembre 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz R1	+0.6%	+2.3%
Zugerberg Finanz R2	+0.8%	+6.2%
Zugerberg Finanz R3	+1.2%	+10.1%
Zugerberg Finanz R4	+1.3%	+11.4%
Zugerberg Finanz R5	+1.7%	+12.3%
Zugerberg Finanz RDividendes	+1.1%	+8.5%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.8%	+2.2%
Zugerberg Finanz Revo2	+1.1%	+6.2%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.4%	+9.1%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.6%	+11.4%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.9%	+13.1%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+1.2%	+9.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.5%	+1.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+1.8%	+0.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+1.9%	-0.5%

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Novembre 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.7%	+1.3%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.6%	+2.9%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.7%	+5.2%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.9%	+8.4%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.9%	+8.3%

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Novembre 2024	YTD 2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.8%	+2.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.1%	+6.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.4%	+9.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.6%	+11.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.9%	+13.1%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+1.2%	+9.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.5%	+1.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+1.8%	+0.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+1.9%	-0.5%

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

Macroéconomie

2025 après l'atterrissage



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

L'inflation a fortement augmenté en 2022, a atteint son paroxysme en janvier 2023 en de nombreux endroits, et a de nouveau fortement baissé jusqu'à fin novembre 2024. L'atterrissage en zone cible a déjà eu lieu à certains endroits (par exemple en Suisse et dans la zone euro), tandis que l'inflation est en baisse dans d'autres. Cette situation rend possible un net assouplissement de la politique monétaire et ramènera probablement la croissance mondiale à un taux d'environ 3 % en 2025, sans récession.

Aux États-Unis, nous continuons à observer une croissance robuste, dopée par une forte consommation et des hausses continues de la productivité. Actuellement, l'économie croît plus vite que sa tendance de croissance, ce qui complique la poursuite de la baisse de l'inflation. Entre-temps, une croissance proche du taux potentiel se dessine. Cela correspond à un léger affaiblissement en comparaison avec les dernières prévisions en temps réel (+3.2 % de croissance du PIB). La croissance est si forte que la politique monétaire aux États-Unis doit continuer à déployer ses effets restrictifs et à exercer une pression à la baisse sur la croissance du PIB grâce à des taux directeurs élevés.

Si d'éventuels signes de ralentissement de la croissance et de l'emploi se précisaient au premier semestre 2025 sous la présidence de Donald Trump, il existerait une marge de manœuvre pour un assouplissement de la politique monétaire. Il convient toutefois de ne pas oublier que la politique fiscale américaine est extrêmement expansive (de manière peu opportune) au regard de l'évolution actuelle du cycle économique. Sous la présidence Trump, le déficit budgétaire pourrait s'élever à près de 6 % du PIB et plutôt s'accroître. Lors de son précédent mandat, près de 4'000 milliards de dollars de nouvelles dettes publiques avaient été générées en quatre ans. Actuellement, l'on s'attend plutôt à une

augmentation de 6'000 milliards de dollars pour la période 2025 à 2028.

Un tel programme de dépenses devrait permettre aux États-Unis de réaliser une croissance supérieure à celle d'autres économies développées, même si le renforcement des taxes douanières à l'importation et la diminution de l'immigration devraient freiner la croissance de la productivité et de l'économie. En Europe, la dynamique des affaires ne semble revenir que ponctuellement. Afin d'atteindre une reprise à grande échelle, il faudra maîtriser un certain nombre de défis structurels (changements démographiques désavantageux, conditions-cadres économiques à caractère national), ce qui prendra toutefois au moins une décennie avant de pouvoir escompter des effets perceptibles.

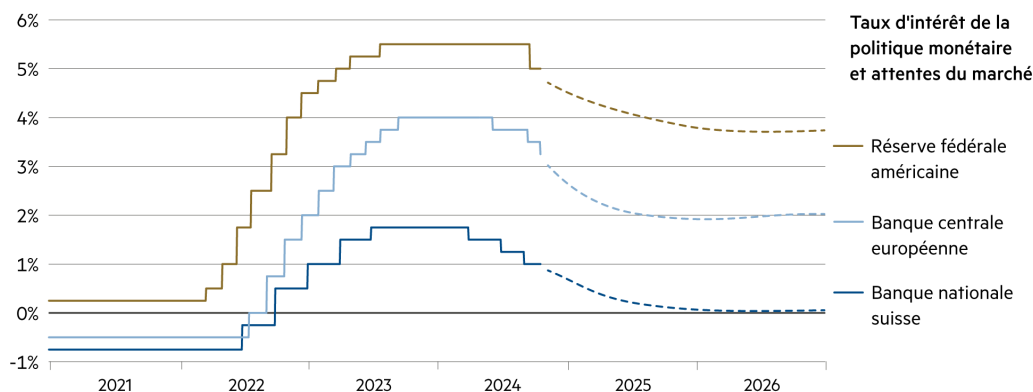
En 2024, la Chine a dû lutter contre un recul de la consommation et un environnement difficile dans le secteur immobilier, ce qui s'est manifesté par une baisse de la propension à consommer ainsi que des investissements. Toujours est-il que la stimulation de la conjoncture intérieure chinoise et l'importante hausse des exportations devraient avoir des effets stimulants sur la zone euro à court terme déjà. En Europe, un élément positif observé est la hausse des salaires réels, qui devrait stabiliser la consommation. Le cycle de baisse des taux d'intérêt de la Banque centrale européenne (BCE) devrait renforcer les forces de croissance.

Parmi les pays émergents, l'Inde continue à se distinguer. La croissance des investissements et de la consommation est forte et l'inflation est sous contrôle. Le plus grand défi sera probablement d'augmenter le taux d'emploi au sein de la main-d'œuvre jeune, les investissements dans la production industrielle et les exportations.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	La Suisse est entourée de plusieurs pays voisins faibles. Actuellement, c'est l'Italie qui s'avère la plus forte et la plus stable des grandes nations.
Zone euro, Europe	↗	↗	L'Europe (Allemagne, France) traverse une phase de déséquilibre politique croissant compte tenu de la lenteur de la croissance économique.
Etats-Unis	↗	↗	Important rallye pour les actions après la claire issue de l'élection, qui a suscité des espoirs d'importantes baisses d'impôts et d'une économie américaine plus forte.
Reste du monde	↗	↗	En de nombreux endroits, l'inflation diminue et permet de nouvelles baisses des taux d'intérêt pour 2025 (en Amérique latine, en Europe centrale et orientale, en Asie et en Afrique du Sud).

Liquidités, devises

Nouvelle baisse attendue des taux directeurs



Taux d'intérêt de la politique monétaire et attentes du marché (Source : Bloomberg, prévisions de marché en pointillés tirées de l'OIS et des contrats à terme | Graphique : Zugerberg Finanz)

Les marchés financiers s'attendent à une nouvelle baisse progressive des taux directeurs. La pire phase, avec des taux d'inflation parfois à deux chiffres, aux Etats-Unis comme en Europe, est terminée. C'est pourquoi il est temps d'assouplir la politique monétaire, notamment en Europe. En Suisse, les taux directeurs, qui s'élèvent actuellement à 1.0 %, pourraient être abaissés à 0,5 % d'ici le printemps. Le risque d'inflation a nettement diminué.

Conformément aux prévisions, les indices des directeurs d'achat (PMI) européens ont montré une détérioration du moral après les résultats des élections américaines en raison des incertitudes liées à la politique commerciale. En dépit d'attentes déjà négatives, ces indices ont même été sources de déception. Dernièrement, le PMI composite de l'industrie et des services s'élevait à 48.1 (contre 50 lors de l'estimation), ce qui met en évidence un risque clair pour les perspectives de croissance européennes. Toujours est-il que l'on peut considérer que la Banque centrale européenne (BCE) abaissera ses taux directeurs lors de ses prochaines réunions – jusqu'à 1.5 % selon certaines estimations solides pour la fin de l'année 2025. Les prévisions d'inflation rendent de telles baisses possibles. Les données sur l'emploi et les perspectives du PIB les rendent d'autant plus nécessaires.

Il est nécessaire que la BCE procède à des assouplissements conséquents de sa politique monétaire, ce qui s'accompagnera également d'un affaiblissement de la monnaie. Ce faisant, la zone euro pourra recouvrer une partie de sa compétitivité. Néanmoins, si l'on souhaite pouvoir rivaliser avec les conditions-cadres américaines, l'essentiel devra être le fruit d'une politique de marché intérieur axée sur la croissance et d'une augmentation continue de la productivité. Une telle

politique en particulier nécessite des investissements considérables en capitaux sur plusieurs années, non pas dans des routes et des ponts, mais dans des infrastructures digitales modernes et des processus de diminution de la bureaucratie.

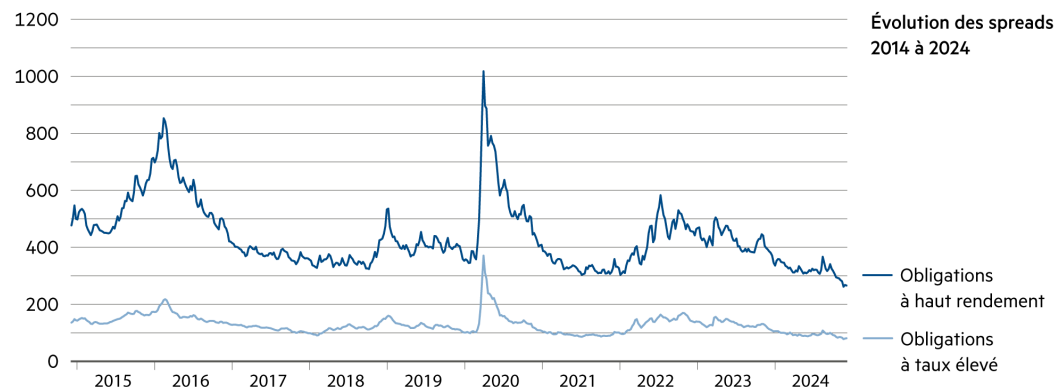
Les risques de croissance occupent une place importante dans les médias, mais force est de reconnaître que des bonnes surprises sont également possibles. L'Allemagne dispose également d'une marge de manœuvre pour assouplir sa politique fiscale (afin de prendre des décisions urgentes intergénérationnelles sur des sujets tels que la capacité de défense militaire et l'infrastructure ferroviaire). Nous considérons toutefois que la motivation en la matière sera limitée, même sous l'égide d'un nouveau gouvernement. Nous nous attendons à ce que les droits de douane produisent des effets également pour l'Europe, l'incertitude commerciale continuant à alourdir le climat.

Il sied de mentionner que l'Europe est beaucoup plus exposée aux droits de douane américains qu'en 2016, car les États-Unis importent actuellement davantage depuis l'UE que depuis la Chine. L'Allemagne et la France pourraient également tirer des enseignements des pays du Sud de l'Europe, qui connaissent une croissance beaucoup plus rapide. Après la crise de la dette publique en 2011, la Grèce a réintroduit la semaine de six jours, privatisé des entreprises publiques et réduit sa dette. En l'espace de quatre ans, le Portugal a réduit son taux d'endettement public de plus de 130 % du PIB à moins de 100 %, en poursuivant une politique économique libérale. En Espagne également (où, avec +3 %, le PIB a augmenté davantage qu'aux États-Unis), les gouvernements conservateur, puis de gauche, ont adopté une orientation favorable à l'économie.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	La rémunération des dépôts à terme baisse fortement et tendra bientôt vers 0.25 %. Les comptes d'épargne seront bientôt, à quelques exceptions près, rémunérés à un taux encore plus bas.
Euro / Franc suisse	→	→↘	La BCE devrait réduire de moitié ses taux directeurs d'ici l'été 2025, de leur niveau actuel de 3.2 % à 1.6 %, et abandonner sa politique restrictive.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	Pour le moment, nous ne tablons pas sur l'affaiblissement du dollar que le président élu Donald Trump souhaite si ardemment.
Euro / Dollar américain	→↗	→↗	La paire de devises demeure volatile, mais nous ne pensons pas que l'euro, actuellement à 1.05, se dirige directement vers la parité avec le dollar.

Obligations

La sérénité règne pour les obligations d'entreprises



L'évolution des spreads pour les obligations d'entreprises à haut rendement et à taux élevé aux États-Unis (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Les marchés des obligations d'entreprises se caractérisent par une sérénité et une confiance importantes, indépendamment de la notation. Aux États-Unis, les primes de risque de crédit ont diminué pour atteindre leur niveau le plus bas depuis plus de dix ans. Les estimations du rendement global en dollars restent attractives. Étant donné que les obligations ont un rang plus élevé que les actions dans la structure du capital d'une entreprise, la demande en obligations d'entreprises devrait rester intacte l'année prochaine.

En ce moment, les marchés du crédit ne présentent pas les signaux d'alarme typiques d'une bulle financière. Après la pandémie, les entreprises se sont financées de manière assez solide, raison pour laquelle leur niveau d'endettement est moyen. Les échéances ont été prolongées pendant la phase de taux bas et surtout, raccourcies pendant la phase de taux élevés (2022/23). Les défauts de paiement se situent à un niveau modéré.

S'il est vrai que les investisseurs professionnels ne se font pas d'illusions sur la possibilité d'un nouvel élargissement des spreads à partir du niveau actuel, le resserrement des primes de risque de crédit semble toutefois justifié. Pour les investisseurs « bottom-up », les spreads de crédit représentent une indemnisation fondamentalement justifiée pour les risques susceptibles de nuire à la santé financière d'une entreprise au cours du cycle. Ces risques comprennent des dégradations potentielles de la notation, des restructurations et, dans le pire des cas, des défauts de paiement. Par ailleurs, les investisseurs souhaitent en règle générale une certaine augmentation des spreads pour compenser la

moindre liquidité des obligations d'entreprise par rapport aux obligations d'État.

Il convient encore d'ajouter que les fondamentaux dépendent de deux cycles. Le premier est le cycle conjoncturel, car la croissance influence les quantités de production et l'inflation, les marges bénéficiaires. L'autre est le cycle financier, car la disponibilité et le coût du financement exercent une influence sur la flexibilité financière d'une entreprise. À notre avis, ces deux cycles semblent actuellement favorables aux primes de risque de crédit.

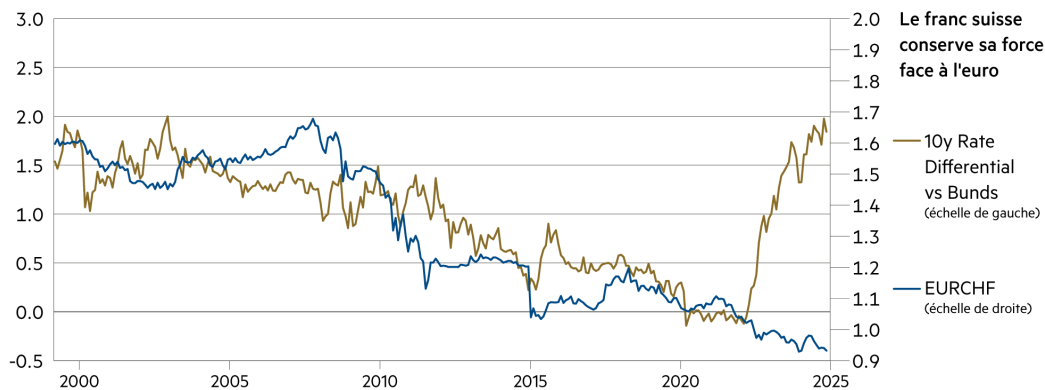
La plus grande économie du monde, les États-Unis, croît de manière supérieure à son potentiel à long terme. Cependant, les prix mondiaux connaissent une tendance baissière désinflationniste. Cela permet à de nombreuses banques centrales d'assouplir leur politique monétaire, ce qui a pour effet de diminuer le coût du crédit pour les émetteurs privés et d'augmenter la liquidité au sein du système financier.

La liquidité peut être considérée comme une fonction de l'activité du marché primaire (nouvelle émission d'une obligation) et de la volatilité. À mesure qu'augmente l'activité du marché primaire, la transparence des prix et le flottant des titres augmentent également. De plus, la confiance se renforce lorsque la volatilité est faible. Ces deux variables combinées engendrent un rétrécissement des marges acheteur-vendeur. Tout au long de l'année, l'activité du marché primaire a été robuste, et la volatilité sur le marché obligataire (mesurée par l'indice Move) se situe environ à sa moyenne sur un an et n'exerce que peu de pressions à la hausse sur les spreads.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→↘	L'économiste en chef de la Banque centrale européenne (BCE), Philip Lane, s'est exprimé favorablement à de nouvelles baisses des taux d'intérêt afin de soutenir l'économie de la zone euro.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les obligations du secteur automobile, très exigeant sur le plan cyclique et structurel, ont sous-performé. Nous n'avons toutefois pas d'engagement substantiel dans ce secteur.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Nous prévoyons un élargissement modéré des spreads l'année prochaine, mais le rendement global devrait toutefois s'avérer positif et convaincant.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Avantages d'un marché unique des capitaux



Le franc suisse conserve sa force face à l'euro (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

En novembre, nos solutions obligataires se sont relativement bien comportées. La fourchette s'étend du Zugerberg Income Fund (ZIF : +1.8 % depuis le début de l'année) de nature structurellement conservatrice jusqu'au Credit Opportunities Fund axé sur les primes (COF : +7.1 %). L'ensemble des véhicules et des obligations sous-jacentes seraient encore mieux valorisés si l'Europe avait un marché des capitaux unifié.

Il n'y a pas beaucoup de choses à annoncer sur les différentes solutions. Conformément à son orientation conservatrice, le ZIF a souscrit à plusieurs nouvelles émissions ces dernières semaines, tant d'entreprises suisses (Bossard, Georg Fischer, Amag Leasing) que de débiteurs étrangers (notamment Münchener Rück, Orange, DSV/DB Schenker, Deutsche Telekom). Lorsque le potentiel semblait épuisé, des ventes ont été réalisées.

Comme depuis longtemps, le rating moyen est un bon « A ». Avec 5.2, la durée est plus faible que celle du Swiss Bond Index, mais elle n'est pas insignifiante. Il n'y a pas lieu de s'attendre à des défaillances. Les primes de risque de crédit ne s'élèvent qu'à 94 points de base, ce qui signifie que le marché des capitaux considère les 204 débiteurs représentés au sein du ZIF comme étant pratiquement sans risque ou à faible risque.

Au sein du COF, les primes de risque de crédit sont nettement plus élevées (414 points de base). Au bout du compte, ces primes conduisent à un rendement à l'échéance de 4.9 %, ce qui signifie que l'année prochaine, le COF devrait à nouveau contribuer au succès du portefeuille avec un résultat nettement positif. Les primes de risque de

crédit permettent d'obtenir un rendement annuel correct et d'alimenter un tampon imaginaire au cas où une défaillance devait survenir parmi les 198 emprunts.

Le rating inférieur (« BB ») du COF par rapport au ZIF est intéressant. De ce fait, on pourrait s'attendre au premier regard à des fluctuations plus importantes. La durée dans le COF est seulement de 2.6, ce qui contribue également aux faibles fluctuations, et est donc deux fois moins élevée que dans le ZIF. La volatilité historique était de 2.3 % dans le COF – nettement moindre que dans le ZIF, avec ses risques de taux d'intérêt plus élevés, ce qui s'est effectivement accompagné de fluctuations importantes au cours de l'année 2024.

Il a été procédé à quelques optimisations de portefeuille au sein du COF. Certaines réductions et ventes de positions (notamment Selecta) ont été compensées par des achats prometteurs (notamment Rietter, Gategroup, TUI Cruises, Carnival Corporation, Color Group, Techem ainsi que des obligations hybrides de Total Energies, ING Bank et Société Générale).

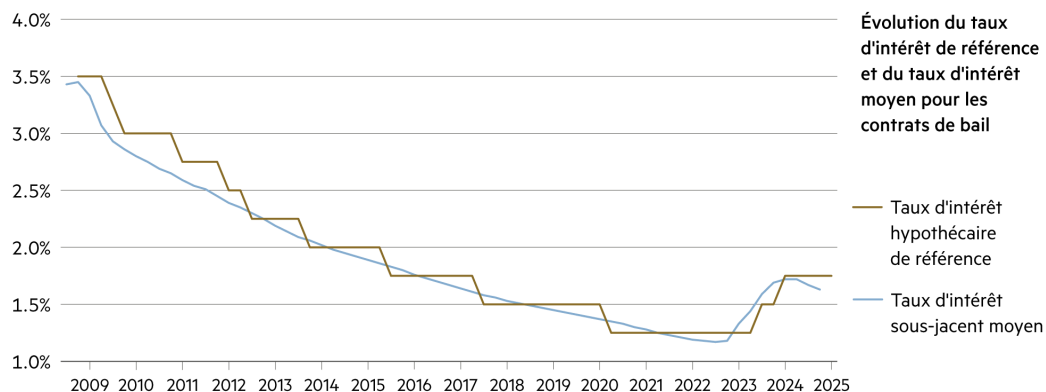
Nous pensons qu'il est important de détenir une composante importante de positions ZIF, en particulier au sein des portefeuilles à structure conservatrice. L'évolution de leur cours n'est pas exceptionnelle en période de bonne conjoncture économique. Le portefeuille est alors plutôt alimenté par la performance des actions. Le ZIF est positionné comme une couverture dont on devra pouvoir profiter dans les phases de récession économique. Par ailleurs, la liquidité est exceptionnelle, alors que dans les classes de solvabilité inférieures, la fourchette entre les cours d'achat et de vente est considérable.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2024 (depuis le début de l'année)	+1.8 %	+7.1 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-6.8 % (-1.1 %)	+34.1 % (+2.5 %)
Quantité de mois de performance positive :	54 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	94 PB (-2 PB)	414 PB (+1 PB)
Notation moyenne (actuelle)	A	BB

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

Immobilier, infrastructures

Les baisses de taux d'intérêt augmentent la valeur



Evolution du taux d'intérêt de référence et du taux d'intérêt moyen de 2008 à 2024 (Source : Office fédéral du logement OFL | Graphique : Zugerberg Finanz)

Compte tenu de l'importante baisse de l'inflation, nous prévoyons de nouvelles baisses des taux d'intérêt par la Banque nationale suisse (BNS), de 1.0 % à 0.5 % en deux étapes, le 12 décembre 2024 et le 20 mars 2025. Ces mesures stimuleront la demande en biens immobiliers lors des salons de l'immobilier qui se tiendront au printemps prochain. Les projets d'infrastructure, dans la mesure où les revenus sont générés en Europe, devraient également être gratifiés d'une évaluation plus élevée grâce à des taux d'intérêt plus faibles.

La situation de départ est excellente. L'indice suisse des prix à la consommation a baissé de 0.1 % en novembre 2024 par rapport au mois précédent pour atteindre le niveau de 106.9 points (décembre 2020 = 100). Par rapport au même mois de l'année précédente, le renchérissement représentait +0.7 %. On se trouve par conséquent dans la moitié inférieure de la marge de fluctuation de la BNS pour la stabilité des prix, qui se situe entre 0 % et 2 %.

Le recul de 0.1 % en comparaison avec le mois précédent peut être imputé à différents facteurs, notamment à la baisse des prix de l'hôtellerie et des voyages à forfait à l'étranger. Les prix des voitures neuves et des légumes-fruit ont également baissé. En revanche, les prix des loyers des logements et ceux du transport aérien ont augmenté.

On peut en outre considérer que le taux d'intérêt hypothécaire de référence, qui s'élève actuellement à 1.63 % (date de référence : 30 septembre 2024), va poursuivre sa baisse dans un avenir proche. Le taux d'intérêt de référence déterminant pour le droit de bail est arrondi dans les usages commerciaux et s'élèvera ainsi toujours à 1.75 % (arrondi à l'unité supérieure). Il sera valable à partir du 3 décembre 2024. La

base légale est l'article 12a de l'ordonnance sur le bail à loyer et le bail à ferme d'habitations et de locaux commerciaux (OBLF).

Le taux d'intérêt de référence restera à ce niveau jusqu'à ce que le taux d'intérêt moyen descende en dessous de 1.63 %. Cela devrait avoir lieu lors du prochain calcul avec comme date de référence le 31 décembre 2024. Ce faisant, le taux d'intérêt de référence serait abaissé à 1,5 % et les loyers baisseraient dans le courant du printemps 2025. Conformément au droit de bail, les locataires ont droit à une baisse de loyer de 3 % par quart de point de pourcentage. Sous l'angle économique, il en résulte une tendance au renchérissement qui s'oriente plutôt vers 0 %.

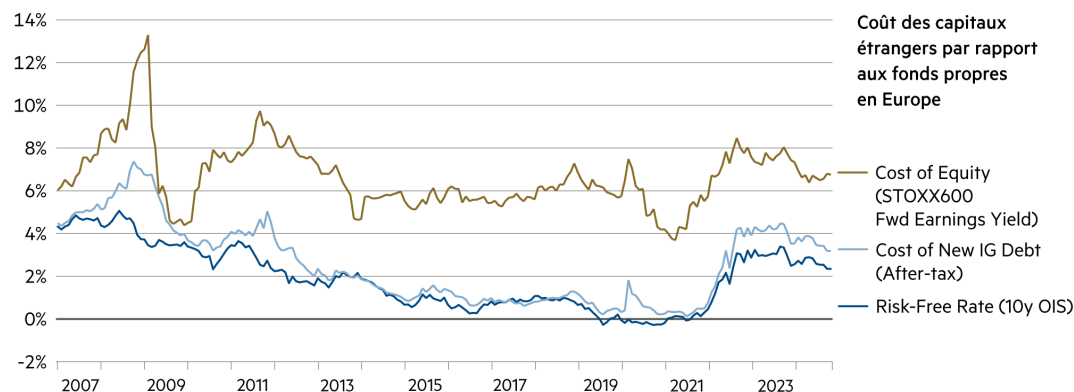
Il ne fait pratiquement aucun doute que la BNS devrait procéder à au moins une baisse des taux d'intérêt afin de relancer l'économie et ne pas laisser glisser le renchérissement en zone déflationniste. Les enquêtes sur les indices des directeurs d'achat sont restées proches du seuil de croissance de 50 points et les chiffres d'affaires réels du commerce de détail n'ont en revanche montré que peu de signes de reprise. En revanche, les exportations ont augmenté en octobre, portées par des secteurs de la chimie et de la pharmacie vigoureux.

L'indice suisse des fonds immobiliers a réalisé un rendement global notable depuis le début de l'année (+13.7 %). La partie essentielle de cette performance a été réalisée ces derniers mois, alors que des taux d'inflation de plus en plus bas et de nouvelles baisses des taux d'intérêt se dessinaient. Les taux directeurs négatifs font toujours partie de la palette d'instruments de politique monétaire de la BNS, mais nous partons du principe que l'institution évitera dans la mesure du possible d'y recourir à nouveau.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	La demande en appartements en propriété par étage devrait connaître une nette reprise au cours des prochains trimestres, même avec des niveaux de prix plus élevés qu'en 2023 et 2024.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	→↗	Avec Mobimo et PSP, nous nous sentons bien positionnés face à la demande continue d'immeubles d'habitation, de bureaux et commerciaux disposant d'un bon emplacement.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	Les placements immobiliers indirects (CHREF) ont nettement progressé au cours des 12 derniers mois (+20.2 %) et ont compensé les pertes de 2022.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Les perspectives pour les exploitants d'infrastructures demeurent éblouissantes : comme le coût des capitaux empruntés diminue, ils peuvent s'attendre à des bénéfices plus élevés.

Actions

Le coût des capitaux étrangers diminue



Coût des capitaux étrangers par rapport aux fonds propres en Europe (Source : CreditSights, ICE Data Indices | Graphique : Zugerberg Finanz)

En Europe, une belle période se dessine pour les entreprises qui poursuivent un modèle commercial rentable avec une part importante de capitaux étrangers. Le coût de ces fonds est devenu plus avantageux depuis deux ans environ, tendance qui devrait se poursuivre en 2025. Pour les fonds propres, la tendance est légèrement inverse. Pour mettre à disposition des capitaux, les investisseurs exigent environ 7.0 % de rendement, notamment en raison des incertitudes liées aux conditions-cadres économiques et sociales en Europe.

Du fait des perspectives dorées aux États-Unis, les investisseurs en actions se satisfont de perspectives de rendement nettement plus faibles et continuent à acheter des actions fortement évaluées. En Europe, les valorisations sont plus faibles, et donc les perspectives de bénéfices pour les années à venir plutôt plus élevées.

Sur le plan des actions européennes, les investisseurs se satisfont d'un rendement d'environ 7.0 % pour les entreprises établies, de plus grande dimension et largement implantées, telles que celles du Stoxx 600. C'est ce que l'on peut déduire du rendement des bénéficiaires qui nous attend. Les principales entreprises suisses sont également représentées au sein du Stoxx 600, si bien qu'une telle attente de rendement s'applique également aux actions suisses. Juste un petit rappel : avec un rendement de 7 % et le réinvestissement des revenus, on double le capital investi en dix ans.

L'attente de rendement est plus élevée par rapport aux entreprises plus petites, qui sont parfois également moins diversifiées et possiblement liées à des risques plus importants autour de certaines personnes clés. Avec les petites et moyennes entreprises, il convient également souvent

de tenir compte de l'illiquidité des actions, ce qui engendre également un risque supplémentaire. C'est la raison pour laquelle le coût du capital pour les fonds propres est de l'ordre de 8 % à 10 %.

Un élément réjouissant sur les marchés efficients est que ces coûts du capital sont effectivement réalisés sur plusieurs années, ce qui signifie que les perspectives, telles qu'elles ressortent implicitement des attentes des marchés européens, demeurent plutôt constructives et positives pour l'avenir. Par ailleurs, nous sommes d'avis que la concentration sur la Suisse dans le domaine des actions portera ses fruits.

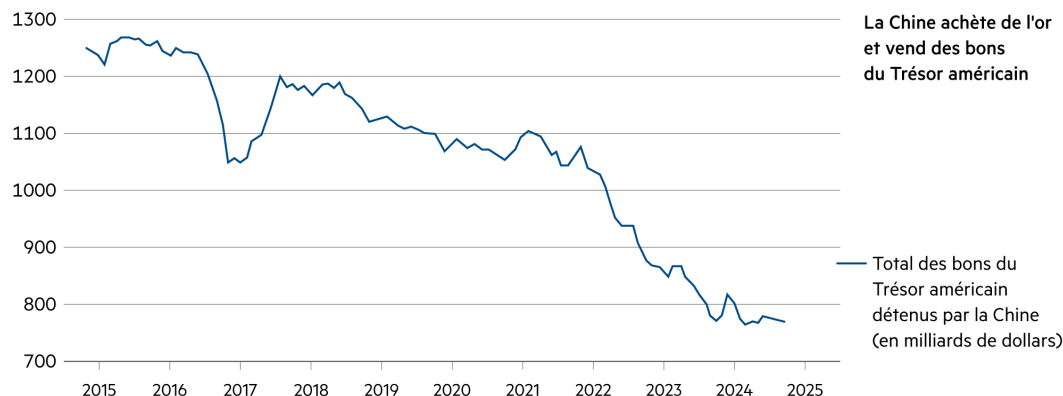
Il ne fait pas de doute que les perspectives de rendement sont nettement supérieures à celles des obligations, et qu'elles sont même légèrement plus élevées pour les champions européens que pour les actions américaines en raison de l'effet de base. D'une manière générale, on peut le résumer ainsi : dans nos hypothèses relatives aux marchés des capitaux, nous partons du principe que les dix prochaines années seront caractérisées par une augmentation des dépenses budgétaires, des investissements élevés en capital (IA, automatisation et domaines connexes, énergie, infrastructures, etc.) et également par une croissance économique plus élevée.

En comparaison historique, les rendements attendus restent élevés. Par ailleurs, nous sommes d'avis que l'économie mondiale est actuellement plus diversifiée et plus saine que durant de vastes périodes de la dernière décennie. Les prévisions de tendance de croissance nominale pour les économies du G7 corroborent cette opinion : pour la cinquième année consécutive, elles sont en augmentation, et passent d'un creux de plusieurs années de 3.1 % en 2020 à 3.9 % en 2025.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Depuis le début du trimestre, Swiss Re (+12 %), Zurich Insurance (+10 %) et Holcim (+9 %) ont surtout progressé. Nous sommes confiants que ces trois actions pourront faire encore nettement mieux.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Sur ce point, il y a lieu de distinguer entre une économie nationale et le champion global qui, typiquement, réalise rarement plus de 40 % de son chiffre d'affaires en Europe.
Actions Etats-Unis	↗	↗	Sur le marché boursier américain, l'optimisme semble ne pas avoir de limite. Selon le « Conf Board », 56.4 % des personnes interrogées s'attendent à une nouvelle hausse des actions.
Actions Pays émergents	↗	↗	En Chine, certaines évolutions démographiques et économiques défavorables créent des vents contraires structurels, ce qui confirme notre évaluation prudente.

Placements alternatifs

La Chine vend des obligations du Trésor américain



La Chine achète de l'or et vend des bons du Trésor américain ; 2015-2024 (Source : US Treasury Department, 11/2024 | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'on s'attend à ce que la Chine continue à vendre des bons du Trésor américain. Ces dix dernières années, la Chine a réduit son portefeuille de bons du Trésor américain d'environ 40 %. Pour soutenir sa monnaie, la banque centrale chinoise (PBoC) a acquis des quantités massives d'or, mais pas de bitcoins. Derrière cette décision, une stratégie de diversification claire « d'éloignement du dollar américain ».

Les investisseurs l'ont ressenti dans la hausse des cotations de l'or et dans la baisse des cours des bons du Trésor américain. En revanche, en Europe on ressent actuellement un « éloignement des emprunts d'État français ». Début décembre, le spread entre la France et l'Allemagne pour les emprunts à dix ans oscille autour de la marque des 90 points de base, c'est-à-dire au même niveau que la prime des emprunts d'État grecs vis-à-vis des emprunts allemands. Il s'agit du spread le plus élevé depuis la crise des obligations survenue dans la zone euro en 2012, car la débâcle budgétaire française est en train de s'aggraver et les banques et les assurances françaises pèsent sur l'Eurostoxx 600.

Cela explique vraisemblablement aussi que des fonds considérables affluent vers les obligations d'État allemandes et suisses, considérées comme sûres. Le rendement des titres d'État à dix ans est tombé début décembre à 0.2 % (Suisse) et 2.0 % (Allemagne). Cela créé un environnement de financement avantageux. Effectivement, nous nous attendons à une reprise du secteur immobilier et à une augmentation des rachats d'entreprises.

L'important est qu'après des années d'incertitude, le marché des IPO, c'est-à-dire des introductions en bourse, reprenne de l'élan. 2024 a été une année décisive. Sur la Bourse suisse, l'entreprise Galderma, qui

appartenait à l'époque à Nestlé et a été développée par le gestionnaire suédois du marché privé EQT, a été introduite en bourse. L'entreprise spécialisée principalement dans les soins de la peau avec ses produits (notamment la crème solaire Daylong), pèse plus de 21 milliards de francs. Une autre entrée en bourse notable a été celle de Sunrise (3 milliards de francs).

Les analyses actuelles des chercheurs en Private Equity soulignent les interactions parallèles entre la faiblesse des taux d'intérêt, la crudescence des introductions en bourse et l'augmentation des activités de fusions et acquisitions. 2024 n'a pas constitué une exception. Cette reprise va s'accélérer en 2025 sous la forme d'une croissance durable. En fait, il devient évident que les investisseurs doivent y être attentifs pour ne pas passer à côté d'opportunités. Par exemple, peu après l'entrée en bourse de Galderma, il était possible de se procurer ses actions au prix de 62 francs. Depuis lors, son cours a augmenté de 45 % et l'actionariat s'est massivement élargi (notamment avec l'Oréal, qui détient 10 % des actions).

Toutefois, il est aussi possible pour certaines entreprises de connaître une croissance rapide en dehors de la bourse. Par exemple, SpaceX est une entreprise américaine spécialisée dans l'aéronautique et les télécommunications, fondée il y a 22 ans par Elon Musk. Elle est devenue le leader mondial des lancements de satellites à des fins commerciales et le plus important fabricant et exploitant de satellites au monde. L'entreprise a été en mesure de croître grâce au Venture Capital et au Private Equity, et sa valeur est désormais estimée à 350 milliards de dollars. Toutefois, une entrée en bourse n'est pas imminente.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→↓	→	Sous Donald Trump, les Etats-Unis devraient redevenir le premier producteur mondial de pétrole, ce qui contribuera à faire baisser les prix de l'énergie.
Or / Métaux précieux	→↑	→↑	En francs, le prix de l'or se situe entre 2'100 à un peu plus de 2'300 francs par once d'or fin après une stagnation de cinq mois.
Insurance-Linked Securities	↑	↑	Il s'agit encore d'instruments financiers solides qui s'accompagnent de risques d'assurance déterminés et qui peuvent diversifier un portefeuille.
Private Equity	↑	↑	Début décembre, l'action de Partners Group a atteint son plus haut niveau depuis décembre 2021 en données corrigées des dividendes.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		30.11.2024	11/2024	2024 YTD	2023	2022	2021
Actions							
SMI	CHF	11'764.2	-0.2%	+5.6%	+3.8%	-16.7%	+20.3%
SPI	CHF	15'672.5	-0.2%	+7.6%	+6.1%	-16.5%	+23.4%
DAX	EUR	19'626.5	+1.9%	+17.5%	+13.1%	-16.3%	+10.4%
CAC 40	EUR	7'235.1	-2.5%	-3.8%	+9.6%	-13.9%	+23.6%
FTSE MIB	EUR	33'414.6	-3.4%	+10.4%	+20.4%	-17.3%	+17.3%
FTSE 100	GBP	8'287.3	+3.0%	+12.2%	-0.3%	-8.8%	+16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'804.4	-1.4%	+6.6%	+12.1%	-16.0%	+16.0%
Dow Jones	USD	44'910.7	+9.5%	+25.1%	+3.5%	-7.7%	+22.2%
S&P 500	USD	6'032.4	+7.7%	+32.8%	+13.1%	-18.5%	+30.6%
Nasdaq Composite	USD	19'218.2	+8.1%	+34.4%	+30.6%	-32.3%	+25.0%
Nikkei 225	JPY	38'208.0	+1.3%	+12.9%	+8.6%	-19.7%	-2.6%
Sensex	INR	79'802.8	+1.8%	+14.2%	+7.4%	-4.8%	+23.2%
MSCI World	USD	3'810.1	+6.4%	+26.2%	+10.8%	-18.5%	+23.7%
MSCI EM	USD	1'078.6	-1.9%	+10.6%	-2.6%	-21.5%	-1.8%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	155.0	+0.8%	-0.3%	+2.2%	-13.2%	-3.0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.1	+1.0%	+1.0%	+4.2%	-16.7%	-2.0%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	362.5	+1.0%	+6.8%	+8.7%	-13.6%	+1.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	275.9	+0.8%	+3.9%	+4.5%	-18.2%	-2.7%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	188.9	+2.0%	+5.2%	+12.5%	-17.0%	-4.2%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.1	+0.5%	-1.8%	-0.5%	-15.0%	-3.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	183.2	+2.1%	+0.9%	+4.8%	-18.9%	-3.7%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	190.8	+1.0%	+5.0%	+5.7%	-7.5%	-0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.6	+1.0%	+0.1%	+3.5%	-18.5%	-2.3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	613.2	+0.8%	+4.6%	+8.5%	-13.7%	+4.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.0	+1.4%	+2.7%	+5.9%	-14.1%	-1.2%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	301.5	+0.4%	+5.0%	+9.8%	-10.9%	+3.2%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	74'864.8	-1.8%	+33.0%	+0.8%	+1.0%	-0.6%
Commodity Index	USD	98.1	+1.9%	+4.5%	-20.4%	+15.1%	+30.8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'659.3	+1.0%	+13.7%	+5.4%	-17.3%	+7.6%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.8810	+2.0%	+4.7%	-9.0%	+1.3%	+3.1%
Euro / franc suisse	CHF	0.9320	-0.9%	+0.3%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5881	+3.6%	-1.4%	-15.4%	-11.0%	-7.5%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1220	+0.7%	+4.7%	-4.2%	-9.3%	+1.9%

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

Toutes les informations concernant l'évolution des valeurs sont de nature indicative, se réfèrent aux valeurs historiques et ne permettent pas d'établir une estimation garantie pour l'avenir. Editeur : Zugerberg Finanz AG, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch. Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 30/11/2024 ; données économiques au 30/11/2024 ; pronostics économiques au 30/11/2024. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.