



Vallée de l'Aegeri sous le brouillard, canton de Zug (photo : Andreas Busslinger)

Un solide début d'année

Les derniers jours de l'année à peine écoulée ont été caractérisés par une ambiance baissière. La peur et l'incertitude, de même que les faibles volumes de transactions, ont déterminé les activités du marché en fin d'année. Il ne fait aucun doute que l'environnement économique général s'est assombri, ce qui a donné un coup de frein aux investissements en décembre. La réouverture de l'économie chinoise s'est faite dans la précipitation, et les entreprises technologiques habituées au succès ont annoncé des suppressions d'emplois de grande ampleur.

La période des taux d'intérêt négatifs a pris fin. Les taux d'inflation ont dépassé leur point d'inflexion. Les prix de l'énergie et des matières premières ont nettement évolué vers le bas en comparaison avec leurs plus hauts niveaux.

Le Swiss Market Index (SMI) lié aux actions affichait en dernier lieu 10'729 points (-16.7 %). Les indices boursiers sujets aux fluctuations ne sont pas une rareté pour les investisseurs expérimentés. L'année dernière encore, le SMI avait augmenté de 20.3 %. Le véritable désastre de l'année écoulée a été la performance des obligations. La plus grande hausse des taux d'intérêt de l'histoire de la Réserve fédérale américaine

(Fed) a provoqué l'an dernier des pertes à deux chiffres dans les portefeuilles d'obligations et les portefeuilles mixtes. Même les titres prétendument les plus sûrs dotés des meilleures notations ont subi une baisse massive des cours. L'indice obligataire Swiss Bond Index a enregistré l'année dernière -12.1 %, et l'indice des emprunts de la Confédération même -17.0 %. Ainsi, l'année 2022 s'est achevée sur une note plus mauvaise que jamais pour les portefeuilles équilibrés.

Quant aux fonds immobiliers suisses cotés en bourse, ils ont perdu tout autant l'année dernière, avec une moyenne de -17.3 %. La désillusion a été encore plus cuisante sur le plan des actions technologiques. Les actions des entreprises leaders comme Amazon, Netflix et Nvidia (environ -50 % chacune en 2022) ainsi que Google (-40 %) ont souffert encore davantage qu'Apple et Microsoft, dont les actions ont perdu près de 30 %.

Une piètre année, qui s'est terminée de manière tout aussi misérable. C'est pourquoi le solide début de la nouvelle année a été d'autant plus réjouissant. Sous l'influence des taux d'inflation en baisse, les cours des obligations et des actions ont augmenté, en particulier en Europe.

Rendements décevants en 2022

L'an dernier, la diversification entre différentes classes d'actifs ou zones géographiques n'a guère porté ses fruits. La tendance de base est restée la même partout. Tant les actions, les obligations que l'immobilier ont souffert des très fortes hausses des taux directeurs décidées par les banques centrales.

Dans la classe de risque 1, ce sont les obligations à caractère défensif qui prédominent. Néanmoins, ces stratégies ont perdu entre 14.9 % (libre passage R1) et 17.3 % (Revo1). En revanche, les portefeuilles

équilibrés ont perdu environ 20 %. Dans les classes de risque 4 et 5, les rendements se sont également révélés négatifs dans l'ensemble.

Les solutions Revo Decarb, qui mettent l'accent sur les énergies renouvelables et la décarbonisation de l'économie mondiale, ont relativement bien résisté. La stratégie d'actions pures avec un focus sur les dividendes (Revo Dividendes -12.5 %) a affiché une meilleure performance que le SMI.

Stratégies sur la base des titres individuels	Performance des stratégies*	
	Décembre 2022	YTD 2022
Zugerberg Finanz R1	-1.8% ↓	-16.9% ↓
Zugerberg Finanz R2	-3.0% ↓	-20.5% ↓
Zugerberg Finanz R3	-3.4% ↓	-21.0% ↓
Zugerberg Finanz R4	-3.9% ↓	-20.9% ↓
Zugerberg Finanz R5	-3.4% ↓	-18.5% ↓
Zugerberg Finanz RDividendes	-3.5% ↓	-12.5% ↓
Zugerberg Finanz Revo1	-1.7% ↓	-17.3% ↓
Zugerberg Finanz Revo2	-3.0% ↓	-20.5% ↓
Zugerberg Finanz Revo3	-3.4% ↓	-20.1% ↓
Zugerberg Finanz Revo4	-3.8% ↓	-20.4% ↓
Zugerberg Finanz Revo5	-4.5% ↓	-21.1% ↓
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-3.7% ↓	-12.5% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-3.3% ↓	-10.6% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-4.6% ↓	-12.4% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-5.9% ↓	-13.5% ↓
Zugerberg Finanz Libre passage	Performance des stratégies*	
	Décembre 2022	YTD 2022
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-1.1% ↓	-13.9% ↓
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-1.4% ↓	-14.9% ↓
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-1.9% ↓	-17.6% ↓
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-2.5% ↓	-18.6% ↓
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-2.8% ↓	-17.5% ↓
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a	Performance des stratégies*	
	Décembre 2022	YTD 2022
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-1.7% ↓	-17.3% ↓
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-3.0% ↓	-20.5% ↓
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-3.4% ↓	-20.1% ↓
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-3.8% ↓	-20.4% ↓
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-4.5% ↓	-21.1% ↓
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-3.7% ↓	-12.5% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-3.3% ↓	-10.6% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-4.6% ↓	-12.4% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-5.9% ↓	-13.5% ↓

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

Macroéconomie

Un premier semestre difficile



Augmentations salariales moyennes aux États-Unis (2017-2022) (Source : U.S. Bureau of Labor Statistics | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'économie mondiale s'apprête à vivre un semestre difficile. Si les points d'inflexion de l'évolution de l'inflation sont derrière nous, il reste cependant à savoir dans quelle mesure les effets de second et de troisième tour se sont consolidés de manière tenace. Le manque de main-d'œuvre, la numérisation, l'automatisation et la décarbonisation ne représentent que quelques-uns des grands chantiers à mener à bien. Toutefois, une véritable récession n'est pas à l'ordre du jour.

Bien entendu, il y a aussi de bonnes nouvelles. La pandémie est derrière nous. L'inflation recule et le cycle de hausse des taux directeurs touche à sa fin. Toutefois, la «normalité» de plusieurs années d'inflation faible et de taux d'intérêt bas n'est pas prête à revenir de sitôt, même si les chaînes d'approvisionnement mondiales reprennent de la vigueur.

On a pu lire de nombreuses prévisions économiques pessimistes. Nous assisterons plutôt à un atterrissage en douceur de la conjoncture. Dans certaines régions, cela pourrait conduire à une stagnation, voire à une récession à certains endroits, mais la plupart des pays connaîtront une légère croissance. Une véritable récession n'est pas en vue, même si la hausse des prix de l'énergie représente un défi pour de nombreuses personnes.

Le fait est que l'économie européenne est stable, et que le marché du travail est très robuste. Aucun effondrement du commerce extérieur ne se dessine pour 2023. En Europe de l'Est, centrale et du Sud-Est, on s'est largement détaché de la Russie en l'espace de quelques trimestres et on envisage un avenir prospère. Des pays comme la Roumanie et la Bulgarie ont particulièrement surpris par leur impressionnante élasticité

de substitution. Quant aux pays d'Europe du Sud, ils profitent en outre de la reprise du tourisme et de la meilleure prévisibilité des voyages. C'est également la raison pour laquelle les titres liés aux aéroports ont débuté le mois de janvier en force (+9 % pour l'action de Flughafen Zürich la première semaine).

De nombreuses entreprises disposent d'une bonne base de capital et de liquidités. Les banques européennes font état de taux de défaillance qui ont retrouvé leur faible niveau d'avant la pandémie. Le coût du risque de crédit est pratiquement nul, même si les primes de risque de crédit ont été augmentées. Ce faisant, le secteur financier a de bonnes perspectives pour 2023, d'autant plus que les banques et les assurances disposent en moyenne d'un ratio de fonds propres élevé.

Aux États-Unis, la Federal Reserve (Fed) lutte contre l'inflation élevée par une série de hausses agressives des taux d'intérêt. La situation tendue sur le marché du travail est particulièrement préoccupante. Bien que les entreprises de la tech habituées au succès comme Amazon et Salesforce suppriment en ce moment même des milliers d'emplois, les petites et moyennes entreprises continuent à embaucher. Le rapport sur le marché du travail a montré qu'en décembre également, les emplois avaient globalement connu une augmentation forte et inattendue (+223'000), mais qu'avec 10.5 millions, il restait encore de nombreux postes vacants. Le chômage reste au niveau très bas de 3.5 %. La dynamique de l'économie américaine étonne la Fed par sa résilience, mais la pression sur les salaires (+4.6 % par rapport au mois de décembre de l'année dernière) montre un côté plus modéré depuis mars 2022.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Une année de croissance économique nettement inférieure à la moyenne (+1.0 %) s'annonce pour la Suisse. En 2024, le PIB augmentera à nouveau plus fortement.
Zone euro, Europe	↗	↗	Le baromètre conjoncturel de la zone euro s'est quelque peu stabilisé ces dernières semaines. Il n'est pas question d'une véritable récession.
Etats-Unis	→	↗	L'économie nationale connaît une croissance ininterrompue. Au quatrième trimestre, la croissance du PIB devrait avoir atteint environ 2 % en termes annualisés.
Reste du monde	↗	↗	Avec l'affaiblissement du dollar, les pressions inflationnistes diminuent également, ce qui a amélioré les perspectives économiques, en particulier dans les pays émergents.

Liquidités, devises

Perte de pouvoir d'achat pour les épargnants



Frais de couverture USD/CHF à trois mois en % en 2022 (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'inflation est le cauchemar des épargnants, car elle grignote leur pouvoir d'achat année après année. Même si le pic de l'inflation est passé, celle-ci demeure un défi pour les épargnants. Nombreux sont ceux qui, avec la fin des taux d'intérêt négatifs, sont tentés de laisser à nouveau plus d'argent sur leur compte d'épargne. Toutefois, l'inflation fait ensuite fondre leur patrimoine.

Le tournant sur le plan des taux d'intérêt a laissé des traces. Pour la plupart des investisseurs, il a entraîné des pertes significatives en 2022, comme en 2018 déjà. Avant cela, 2011 a été la dernière année de pertes, et 2008 l'année de la grande crise financière. Ce nonobstant, il est conseillé de faire travailler votre épargne pour vous sur les marchés obligataires et boursiers. Cette fois encore, la reprise sera au rendez-vous. Pour les obligations en tous les cas. Il ne s'agit pas de spéculation, car elles exercent un rôle important en tant que capital étranger dans les entreprises, et au lieu d'atterrir dans une banque, la marge atterrit directement sur votre compte.

Actuellement, les obligations dans nos solutions largement diversifiées avec environ 400 obligations se négocient en moyenne à 87 et se rapprochent chaque jour de la date de remboursement. Ensuite, dans deux ans et demi à quatre ans, l'obligation sera remboursée à 100. A cela s'ajoutent les paiements de coupons. Le gain de cours de 87 à 100 (+15 %) est en outre exonéré de l'impôt sur le revenu.

Un autre moyen de faire fructifier son épargne consiste à transférer des

actifs nominaux (compte d'épargne) vers des actifs substantiels (actions, immobilier, infrastructure). Les actions peuvent également souffrir de l'inflation temporairement, mais de nombreuses entreprises solides sont en mesure de répercuter la hausse des coûts sur leurs clients. C'est pourquoi nous ne plaçons dans nos portefeuilles que des entreprises de qualité exceptionnelle ayant une position de leader sur le marché, ainsi qu'un pouvoir élevé en matière de fixation des prix.

Les entreprises d'infrastructures occupent une position particulière. Alors que dans les sociétés immobilières, l'inflation élevée et la hausse des coûts de financement ne permettent une augmentation des revenus que progressivement et sur plusieurs années, les tarifs des routes, des parkings et des aéroports, réglementés par des contrats de concession, peuvent être augmentés presque immédiatement.

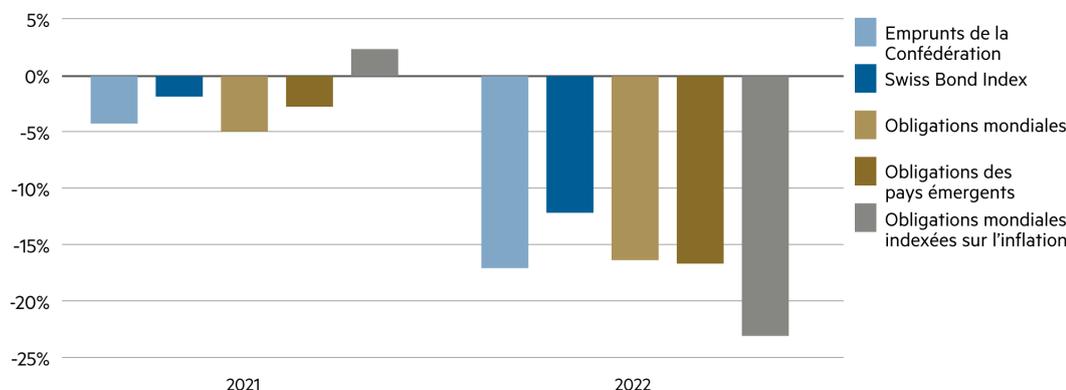
L'or pourrait également représenter une possibilité d'investissement, mais il ne génère aucun revenu. Malgré la forte hausse de l'inflation en 2022, le prix de l'or n'a pas augmenté. Après une année 2022 décevante, il convient toutefois de ne pas tirer de conclusions erronées.

La prudence est de mise en ce qui concerne les engagements en devises étrangères. Nous continuons à considérer le dollar comme massivement surévalué. Le pouvoir d'achat est d'environ 0.75 franc, mais la devise se négocie à 0.93. Couvrir le dollar coûte actuellement 3.9 % par an. On peut attendre davantage de stabilité de l'euro. La couverture de change ne coûte actuellement que 1.5 %.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	→	↘	La phase des taux d'intérêt négatifs est terminée. Dans le meilleur des cas, les comptes bénéficient à nouveau d'intérêts légèrement positifs, avec un délai de résiliation correspondant (comptes d'épargne).
Euro / Franc suisse	→	→↗	A 0.99, l'euro se situe à un niveau pour lequel il ne faut pas s'attendre à de grandes fluctuations.
Dollar américain / Franc suisse	↘	↘	Selon la parité de pouvoir d'achat et en raison des importants écarts d'inflation, le dollar est toujours considéré comme fortement menacé de dévaluation, même à 0.93.
Euro / Dollar américain	↗	↗	Depuis fin octobre, le dollar s'est fortement déprécié par rapport à toutes les monnaies du G10. Le cours EUR/USD est passé en peu de temps de 0.97 à 1.07 en fin d'année.

Obligations

Les obligations redeviennent attractives



2022 a été une année exceptionnellement difficile pour les obligations (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

L’an dernier, la plus importante hausse des taux d’intérêt de l’histoire de la banque centrale américaine (Fed) a engendré des pertes à deux chiffres dans les portefeuilles d’obligations et les portefeuilles mixtes. Voilà pour le passé. En revanche, les conditions cadres sont aujourd’hui plus favorables qu’elles ne l’ont été depuis 20 ans. Des rendements attrayants, en grande partie exonérés d’impôts, attirent les investisseurs.

Des taux d’inflation records ont contraint les banques centrales à augmenter drastiquement leurs taux d’intérêt. Les hausses des taux directeurs qui ont suivi dans les pays industrialisés occidentaux ont été d’une ampleur inédite. Aux États-Unis, les taux directeurs sont passés de 0.0 % à 4.3 % effectifs en l’espace d’une année. Cette année également, les marchés des capitaux s’attendent à des hausses des taux directeurs. Pourtant, dès le mois de décembre, les banques centrales sont passées à un rythme plus modéré.

Et ce changement de cap radical a déjà produit de premiers résultats durant l’hiver 2022/23, malgré le fait que les mesures de politique monétaire ne fassent pleinement sentir leurs effets qu’au bout d’un an environ. La dynamique de croissance mondiale s’est ralentie. Dans le même temps, les taux d’inflation ont atteint leur point d’inflexion : les États-Unis ont atteint leur pic d’inflation un peu plus tôt que l’Europe. Toutefois, si l’inflation reste sans nul doute nettement supérieure aux objectifs des banques centrales, elle est en train de revenir à des niveaux plus modérés dans de nombreux pays, en particulier l’inflation de base très observée, en raison du durcissement de la politique monétaire.

La banque centrale américaine prévoit entretemps un recul de l’inflation

de base à 3.5 % (2023) et 2.5 % (2024). Quant à la Banque nationale suisse, elle prévoit une inflation de 2.0 % à la fin 2023 et de 1.8 % à la fin 2024, soit un retour dans sa fourchette de stabilité des prix. C’est pourquoi la fin progressive du cycle de hausse des taux d’intérêt le plus important de l’histoire de la politique monétaire se prépare, et l’évolution de l’inflation a entamé une tendance à la baisse dans de nombreux pays au cours des dernières semaines et des derniers mois.

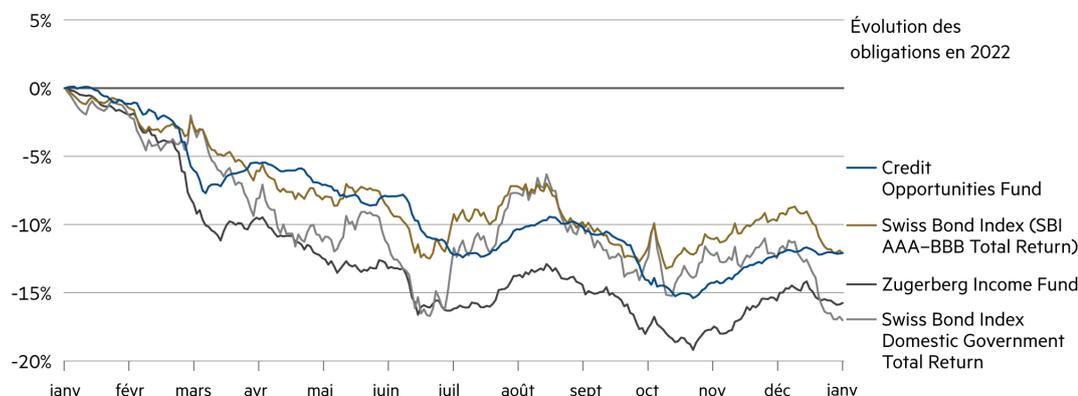
Cela a considérablement modifié le tableau des opportunités et des risques dans l’environnement des obligations d’État et des obligations d’entreprise. Pour la première fois depuis de nombreuses années, il est non seulement possible d’obtenir des rendements positifs pour les obligations d’État, mais également, à plus long terme, des rendements réels positifs. Les obligations d’entreprises nous semblent encore plus attrayantes. Les rendements à l’échéance sont intéressants, indépendamment du contexte conjoncturel. Celui qui, avec patience, fait travailler son capital pendant les trois ou quatre prochaines années, devrait pouvoir se réjouir d’une augmentation considérable de son capital, en termes nominaux et réels.

Il est vrai que nous nous trouvons actuellement dans une phase de marché dans laquelle les risques de taux d’intérêt et de crédit sont gérés activement et de manière ciblée. En raison de sa forme différente, la courbe des taux n’est pas aussi attrayante pour toutes les échéances. Les courbes des taux d’intérêt varient en outre d’un pays à l’autre. Cela nous offre un certain nombre d’opportunités en termes de positionnement. Par ailleurs, il n’est pas nécessaire de conserver les obligations jusqu’à leur échéance, car elles peuvent être remplacées à tout moment par de nouvelles émissions intéressantes.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	↘	↔↘	Les obligations d’État ont subi d’importantes pertes de valeur l’année dernière, par exemple les emprunts de la Confédération (coupon de 0.5 %, échéance fin mai 2058) ont perdu plus de 40 %.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Nos obligations d’entreprise permettent d’obtenir des rendements à l’échéance de 4 % (ZIF) à 10 % (COF), après prise en compte du coût de la couverture de change.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Les types de réactions de ces obligations en cas de récession sont extrêmement variables. C’est pourquoi il est indispensable d’adopter une approche sélective.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

La reprise des obligations d'entreprises aura lieu



Évolution des obligations en 2022 (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

Les obligations d'entreprises ont connu une année difficile. Les cours ont dégringolé en raison de la hausse des rendements. A cela s'est ajoutée une extension des primes de risque de crédit. Cela a valu au Credit Opportunities Fund (COF) un rendement annuel de -12.1 %, exactement comme le Swiss Bond Index (SBI). Avec -15,7 %, le Zugerberg Income Fund (ZIF) a accusé un net retard par rapport au SBI.

Avec le ZIF, nous sommes toujours en moyenne dans la catégorie High Grade. Si les cours ont certes connu une importante baisse l'année dernière, les obligations se négocient toutefois désormais en moyenne à 87. Elles seront remboursées à 100 dans quatre à cinq ans, ce qui équivaut à une plus-value de 15 % sans impôt sur le revenu. A cela s'ajoutent les revenus annuels des coupons d'environ 3 %.

Pour le COF, le rendement à l'échéance est même de 10 %. Dans le cadre de notre sélection, nous accordons une importance particulière à la résilience conjoncturelle de l'opération envisagée. Ici aussi, les obligations se négocient en moyenne bien en dessous de 100, mais le remboursement aura lieu plus tôt que dans le ZIF. La durée résiduelle typique est beaucoup plus courte dans le COF. Cela est également imputable au fait que les entreprises ne souhaitent emprunter des capitaux que sur quelques années lorsque les taux d'intérêt sont élevés, dans l'espoir de remplacer rapidement ces obligations par des capitaux frais et moins chers. Avec les coupons, les rendements annuels peuvent atteindre jusqu'à 10 %, même dans un contexte économique difficile. Dans une année, des rendements aussi élevés devraient déjà appartenir au passé. Il existe maintenant une opportunité de s'assurer de tels

rendements.

Celui qui souhaite emprunter la voie la plus sûre doit acquérir des emprunts de la Confédération suisse. Plus leur remboursement est éloigné, plus ils sont sujets à fluctuations. Ainsi, l'emprunt qui arrive à échéance en juin 2032 se négocie désormais à 90.6 %. Il y a un an, leur cours était encore 20 % plus élevé, mais le «rendement» était alors négatif (-0.2 % par an). En revanche, sur la base du cours actuel, on obtient un rendement à l'échéance de 1.6 % pendant dix ans. Comme le coupon est de 0.5 %, la majeure partie du rendement est exonérée de l'impôt sur le revenu.

Pour les obligations d'entreprises, il convient encore d'ajouter des marges spécifiques à l'entreprise en fonction de la durée, de la conjoncture, du secteur et du modèle commercial. En d'autres termes, même une obligation Nestlé sûre permet d'obtenir un rendement de 2 %. En diversifiant, on peut toutefois prendre un risque plus élevé en toute bonne conscience – grâce à des fonds largement diversifiés avec des obligations d'entreprises de différents secteurs, toujours couverts en francs suisses.

Grâce à nos solutions obligataires, la part de titres porteurs d'intérêts dans le portefeuille est déjà répartie entre plus de 400 obligations issues de 18 secteurs différents. Lors de la sélection de chaque obligation d'entreprise, nous veillons à combiner de manière avantageuse le rendement et le risque, la liquidité et la solvabilité, la résilience et la capacité d'adaptation. Laissez votre épargne travailler pour vous sur les marchés obligataires. La reprise aura lieu.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement en 2022	-15.7 %	-12.1 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-13.7 % (-3.1 %)	+19.8 % (+1.8 %)
Quantité de mois de performance positive :	57 %	66 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	297 BP (-15 BP)	828 BP (+31 BP)
Notation moyenne (actuelle)	BBB	BB

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

Immobilier, infrastructures

L'immobilier en phase de refroidissement



Chantier dans la vallée du Rhin, Suisse

Les investissements dans l'immobilier de bureau et l'immobilier résidentiel ont fortement diminué. L'année 2023 devrait être marquée par de multiples facteurs. Les banques sont de moins en moins enclines à financer des projets immobiliers et les coûts de financement augmentent. Le scepticisme à l'égard de l'immobilier commercial augmente et la phase de refroidissement se poursuit. Dans le même temps, la tendance à la hausse des loyers se poursuit cette année.

En 2022, les valeurs immobilières ont souffert de la hausse des taux d'intérêt. Avec un taux d'actualisation supérieur de 10 points de base, le prix du marché a baissé de 5.4 %. Toutefois, dans certains cas il a été nécessaire d'appliquer un taux d'actualisation nettement plus élevé. La compression des rendements a pris fin depuis longtemps, lorsque les rendements bruts initiaux ont chuté à 2.5 % ou moins à certains endroits. Durant la période des taux d'intérêt négatifs, les immeubles de rendement résidentiels ont été considérés par les investisseurs institutionnels comme un substitut aux obligations. Cette période est révolue.

Depuis que le rendement à l'échéance du Swiss Bond Index négociable quotidiennement a de nouveau atteint 2.0 %, l'intérêt des investisseurs pour l'immobilier a sensiblement diminué. Les segments de l'immobilier commercial tels que les surfaces de bureaux et de commerce de détail, l'immobilier logistique et les résidences avec services pour seniors ont été particulièrement marqués par l'incertitude.

Dans le nouveau contexte économique et financier, ces segments ont eu davantage de difficulté à atteindre la rentabilité souhaitée pour leurs investisseurs. C'est pourquoi les fonds immobiliers ont perdu de plus en plus d'argent et les cours ont chuté. Conséquence, les agios sont passés de 42.0 % à 13.6 % en l'espace d'un an. Il s'agit du niveau le plus bas

depuis la grande crise financière de 2008/09.

En revanche, les fondamentaux pour les investissements en infrastructures demeurent positifs. En Suisse, nous nous focalisons, avec BKW et son infrastructure énergétique, sur des solutions globales intégrées dans les domaines de l'énergie, des bâtiments et de l'infrastructure. Le complexe infrastructurel de Flughafen Zürich AG est également exemplaire, avec sa combinaison unique de redevances aériennes opérationnelles et de revenus immobiliers et de services.

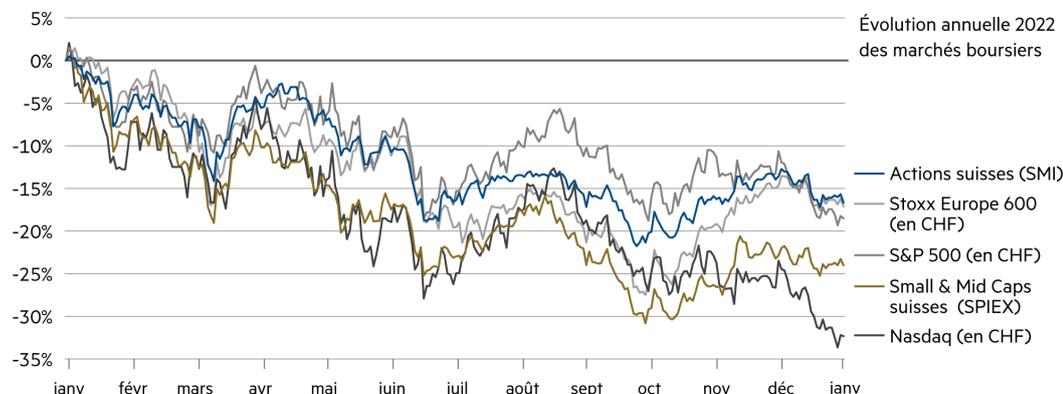
Quoiqu'il en soit, la levée des restrictions de voyage dues à la pandémie a rendu particulièrement attractifs les exploitants d'aéroports et de routes à péage d'envergure internationale et modérément valorisés, comme Vinci. Les contrats indexés sur l'inflation permettent aux exploitants d'infrastructures d'approvisionnement et de transport de répercuter largement l'augmentation des coûts des intrants sur les utilisateurs.

En outre, nous sommes impliqués avec RWE dans un groupe international d'infrastructures énergétiques qui, avec le groupe public norvégien Equinor, s'investit particulièrement dans l'hydrogène «vert». Il vient de mettre en service un parc solaire près de Madrid, avec l'installation de 100'000 modules actifs des deux côtés sur une surface de 97 hectares. De tels modules devraient être utilisés dans les Alpes suisses d'ici quelques années, car ils produisent de l'électricité à l'avant et à l'arrière, ce qui permet d'améliorer le rendement pour la même surface. Deux autres parcs solaires sont en construction en Espagne. En tant que numéro 4 national dans le domaine «éolien et solaire», RWE occupe en outre une position importante sur le marché attractif des énergies renouvelables aux États-Unis.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	→	Le taux d'intérêt de référence hypothécaire restera stable jusqu'en mars 2023. Ensuite, nous prévoyons une hausse à 1.5 % et des augmentations des loyers pouvant atteindre +3 %.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	En Suisse, les prix sont restés relativement stables. A l'étranger, des baisses de prix significatives ont déjà été enregistrées au sein de ces segments.
Fonds immobiliers CH	→	→	Les prix des immeubles de rendement ont montré des signes de ralentissement. En conséquence, l'intérêt pour les fonds a également diminué.
Infrastructures	↗	↗	Les actions d'infrastructures ont relativement bien résisté l'an dernier, mais seules quelques-unes ont enregistré des résultats positifs, comme RWE (+16 %), BKW (+7 %) et Vinci (+1 %).

Actions

2022 a été une année difficile pour les actions



2022 a été une année difficile pour de nombreux marchés boursiers (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'année dernière, l'indice boursier mondial MSCI All Country Index a clôturé l'année sur un rendement négatif de 18.9 % (en francs suisses). Une diversification géographique n'aurait pas permis d'obtenir d'avantages en termes de diversification. Les marchés d'actions européens ont encore fait un peu mieux que les marchés d'actions américains à forte composante technologique. À l'exception de l'Inde, les marchés émergents ont également connu une baisse exceptionnellement forte.

La hausse des taux d'intérêt et les craintes croissantes en matière de récession ont entraîné une fuite massive des valeurs réelles. Pourtant, les précédentes phases d'inflation modérément élevée ont montré qu'à moyen terme, les actions conduisaient à une plus-value réelle, et pouvaient également profiter d'une inflation. Au niveau actuel, les actions offrent un solide rapport rendement/risque, et ce même dans le contexte de différents scénarios macroéconomiques.

Le passage d'un environnement déflationniste négatif et de taux d'intérêt nuls à une période inflationniste marquée par une forte hausse des taux d'intérêt a été bref et violent. Après que la perspective de la Fed d'une hausse temporaire de l'inflation se soit évaporée et que le renchérissement ait commencé à se consolider dans divers secteurs, certains ont fait de la hausse durable de l'inflation le scénario principal. L'action déterminée des banques centrales depuis l'été 2022 a consciemment mis l'accent sur le fait que les anticipations d'inflation à plus long terme

restent ainsi ancrées à un niveau relativement bas.

Ce dernier objectif a également été atteint, raison pour laquelle on peut s'attendre à ce qu'une pause dans les hausses des taux directeurs soit progressivement observée après le premier trimestre. Mais cela ne signifie pas pour autant que tout va s'améliorer. Seule une poignée de titres technologiques américains, choisis de manière sélective, peuvent encore entrer en ligne de compte pour un portefeuille prometteur. En revanche, certaines actions ont durement souffert l'année dernière, malgré le fait qu'elles aient réalisé des chiffres d'affaires et des bénéfices records.

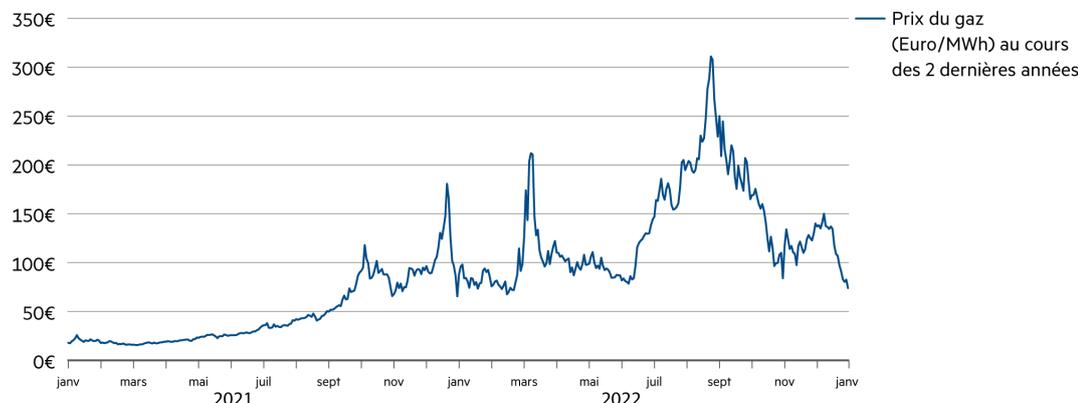
En 2022, le cours des actions de nombreuses entreprises a évolué vers le sud, nonobstant le fait que des entreprises leaders sur le marché comme Nestlé ou Mercedes-Benz soient parvenues à traduire la hausse des coûts des intrants en prix de vente plus élevés. Elles ont été en mesure de défendre leurs marges à un niveau élevé et ont terminé l'année avec des chiffres d'affaires records.

La crainte d'une récession de grande ampleur nous semble exagérée, ce qui permet d'envisager le printemps des dividendes 2023 avec sérénité. La grande majorité des entreprises présentes dans nos portefeuilles maintiennent leurs dividendes à un niveau stable, voire les augmentent. Leurs perspectives à moyen terme prévoient au moins une croissance modérée.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	→↑	↑	Le SMI a perdu -16.7 % en 2022. Partners Group (-46 %), Sika (-42 %), Lonza (-41 %) et Roche (-23 %) ont fortement chuté. Zurich (+10 %) était au top.
Actions Zone euro / Europe	→↑	↑	Le StoxxEurope 600 a chuté de 17.0 % (en CHF) en 2022. L'indice des actions à grande capitalisation de l'Euro Stoxx 50 n'a baissé que de 15.9 %, soit à peine moins.
Actions Etats-Unis	→↑	↑	L'indice phare S&P500 a enregistré une baisse de -19.0 % en CHF en 2022. L'indice technologique Nasdaq (-33.0 %) a réalisé une piètre performance.
Actions Pays émergents	→↑	↑	L'indice le plus large des marchés émergents, le MSCI Emerging Markets (-21,1 %), a souffert l'an dernier dans la grande majorité des pays, l'Inde restant une exception.

Placements alternatifs

Les prix de l'énergie ont baissé



Évolution du prix du gaz au cours des 2 dernières années (source : Bloomberg, prix de gros TTF avec un mois d'avance à Amsterdam, en euros | Graphique : Zugerberg Finanz)

Le pétrole brut, le gaz et l'électricité sont actuellement disponibles en quantité suffisante. Le risque de pénurie de gaz est manifestement écarté. L'Office fédéral de l'énergie a lancé un «tableau de bord» qui permet de suivre en temps réel les prix et la consommation. Mais la situation sur le plan de l'approvisionnement reste tendue, et le gaspillage d'énergie doit continuer à être évité. Toutefois, une situation de pénurie ne se dessine pas.

De nombreuses cotations des prix de l'énergie ont continué à baisser au cours des derniers mois et depuis le début de l'année. Avec 108.90, l'indice Bloomberg Commodity se situe à nouveau dans son ensemble au niveau moyen des 15 dernières années. Il est difficile de savoir dans quelle mesure les pressions désinflationnistes du côté de l'énergie vont se poursuivre. Tout au moins est-il possible de constater que le stress a également diminué sur le pan des chaînes d'approvisionnement, comme le montre le Global Supply Chain Pressure Index correspondant de la Fed de New York. De plus, les coûts de transport ont chuté massivement, ce qui a engendré une détente pour l'ensemble de la logistique. Le transport d'un conteneur standard de Shanghai à Rotterdam coûte à nouveau 1'700 dollars, soit le même prix que dans les années précédant la pandémie. La mondialisation est loin d'être terminée. Il est toutefois probable que le nombre de séparations augmente, comme l'a montré le retrait de nombreuses entreprises occidentales de Russie.

Comme l'offre effective de capacités devrait augmenter d'environ 6 % (2023) et 4 % (2024), la pression sur les prix va persister. Néanmoins, il ne sera plus possible de revenir à des prix très bas. Récemment, Detlef Trefzger, ancien directeur général de Kühne + Nagel, a relaté une anecdote : «en 2015, l'expédition d'un conteneur de 40 pieds de Shang-

hai à Santos au Brésil était moins chère qu'un trajet en taxi de l'aéroport de Zurich à la ville de Zurich. Cette époque est révolue».

De plus, après une phase de surchauffe, les prix des métaux industriels et de l'acier montrent à nouveau de clairs signes de normalisation. En ce qui concerne le pétrole brut, les pays de l'OPEP+ ont prouvé leur puissance sur le plan des indices. En 2022, le prix du pétrole brut (WTI) a augmenté de 6.7 %, alors que le métal essentiel à l'industrie, le cuivre, a perdu 13.9 %. Normalement, le pétrole brut et le cuivre évoluent de manière assez parallèle en termes de prix.

L'approvisionnement énergétique et les prix des matières premières connaîtront certainement encore quelques fluctuations cette année. Il ne faut toutefois pas s'attendre à une meilleure prévisibilité avant la mi-2023. En particulier, la Chine est devenue un facteur d'instabilité, qui se répercutera fortement sur les matières premières.

En revanche, l'accélération du développement des énergies renouvelables est assurée. Pour les éoliennes, des augmentations de l'ordre de 44 % (Vestas), 30 % (Nordex) et 17 % (Siemens Gamesa) ont pu être réalisées par rapport aux niveaux de prix moyens mondiaux de 2020. Cependant, les volumes de commande ont augmenté d'une manière supérieure à la moyenne. Les entreprises impliquées dans la construction de parcs solaires font également état de carnets de commandes supérieurs à la moyenne.

Nous sommes également certains que les obligations liées au risque d'assurance (ILS) ont une chance accrue d'enregistrer pour la première fois de bonnes années après une longue période difficile, en raison de l'accélération de la hausse des primes.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→↗	↗	Les prix du pétrole ont encore considérablement baissé par rapport à leur niveau moyen de l'automne. Au début de l'année, ils ont chuté à 73 dollars le baril (WTI).
Or / Métaux précieux	→	→	Au final, l'or est resté stable en 2022. Le prix de l'once en dollars a oscillé entre 2'050 et 1'622 pour finir à 1'824.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	La capacité de risque a diminué de manière cyclique, ce qui permettra aux investisseurs à risque de participer à des primes attrayantes dans les périodes à venir.
Private Equity	→↗	↗	Les placements non liquides se sont maintenus à peu près stables en 2022. Nous nous attendons à ce que les évaluations continuent de se stabiliser en 2023.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)	Performance annuelle (en CHF)					
		31.12.2022	12/2022	2022 YTD	2021	2020	2019
Actions							
SMI	CHF	10'729.4	-3.6%	-16.7%	+20.3%	+0.8%	+26.0%
SPI	CHF	13'734.9	-3.3%	-16.5%	+23.4%	+3.8%	+30.6%
DAX	EUR	13'923.6	-2.7%	-16.3%	+10.4%	+3.5%	+20.9%
CAC 40	EUR	6'473.8	-3.3%	-13.9%	+23.6%	-7.4%	+21.8%
FTSE MIB	EUR	23'707.0	-3.1%	-17.3%	+17.3%	-5.4%	+23.6%
FTSE 100	GBP	7'451.7	-3.4%	-8.8%	+16.7%	-19.2%	+14.7%
EuroStoxx50	EUR	3'793.6	-3.7%	-16.0%	+16.0%	-5.4%	+20.3%
Dow Jones	USD	33'147.3	-7.1%	-7.7%	+22.2%	-1.8%	+20.3%
S&P 500	USD	3'839.5	-8.8%	-18.5%	+30.6%	+6.5%	+26.7%
Nasdaq Composite	USD	10'466.5	-11.6%	-32.3%	+25.0%	+31.6%	+33.0%
Nikkei 225	JPY	26'094.5	-3.8%	-19.7%	-2.6%	+11.6%	+17.8%
Sensex	INR	60'840.7	-7.9%	-4.8%	+23.2%	+3.4%	+10.0%
MSCI World	USD	2'602.7	-7.3%	-18.5%	+23.7%	+4.5%	+23.1%
MSCI EM	USD	956.4	-4.7%	-21.5%	-1.8%	+6.1%	+13.5%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.1	-2.0%	-13.2%	-3.0%	+3.5%	+3.7%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	176.9	-1.1%	-16.7%	-2.0%	+6.4%	+8.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	269.0	-0.6%	-13.3%	+2.6%	+4.7%	+10.5%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	254.0	+0.2%	-18.2%	-2.7%	+4.3%	+9.0%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	159.6	-5.1%	-17.0%	-4.2%	+2.1%	+4.4%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	142.5	-0.9%	-15.0%	-3.5%	+6.3%	+3.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	173.2	-4.8%	-18.9%	-3.7%	+4.6%	+6.2%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	172.0	-1.1%	-7.5%	-0.5%	+0.5%	+2.4%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	182.1	-0.9%	-18.5%	-2.3%	+8.0%	+10.7%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	540.7	-1.0%	-13.7%	+4.1%	+5.1%	+10.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	155.4	-1.9%	-14.1%	-1.2%	+2.4%	+5.8%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	261.5	-0.9%	-10.9%	+3.2%	+2.1%	+10.9%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	54'214.7	+0.8%	+1.0%	-0.6%	+14.6%	+16.4%
Commodity Index	USD	112.8	-5.8%	+15.1%	+30.8%	-11.6%	+3.7%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'220.3	+1.5%	-17.3%	+7.6%	+13.0%	+21.7%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'367.9	-3.1%	-3.2%	+6.7%	-2.2%	+6.8%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.9245	-2.2%	+1.3%	+3.1%	-8.4%	-1.6%
Euro / franc suisse	CHF	0.9896	+0.6%	-4.6%	-4.0%	-0.4%	-3.5%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.7054	+3.0%	-11.0%	-7.5%	-3.8%	-0.6%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1187	-1.9%	-9.3%	+1.9%	-5.7%	+2.4%

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. Valeurs à la reprise de la direction du comité de placement par Prof. Dr. Maurice Pedergnana le 01.01.2009, date du lancement effectif de la stratégie.

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, Lüssiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch. Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 31/12/2022 ; données économiques au 31/12/2022, pronostics économiques au 31/12/2022. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.