



Parc de la Villette, sculpture d'Icare, lac de Zoug Cham, canton de Zoug, Suisse (photo : Andreas Busslinger)

## Optimistes, mais avec les genoux qui tremblent

Si de nombreux investisseurs ont débuté l'année avec des genoux qui tremblent, ils ont toutefois vite été rattrapés par une perspective modérément optimiste. Le produit intérieur brut a progressé au quatrième trimestre 2022, tant dans l'Union européenne qu'aux États-Unis. Un marché du travail robuste avec une évolution modérée des salaires ainsi que des carnets de commandes toujours bien remplis dans l'industrie ont contribué à alimenter l'optimisme. A cela se sont ajoutées la baisse des prix de l'énergie et la décélération des taux d'inflation de part et d'autre de l'Atlantique. De plus, l'ouverture rapide de la Chine a fait office de «game changer».

Ces deux derniers mois, les prévisions économiques pour les principales économies mondiales ont été relevées de 0.8 % à 1.0 %. Dans le même temps, la probabilité d'une récession a diminué, ce qui a permis aux marchés des capitaux de débuter l'année 2023 sur une note réjouissante. Même les plus récentes hausses des taux directeurs n'ont pas été

en mesure d'entamer cet optimisme. Au contraire, les hausses de 0.25 % à 4.75 % aux États-Unis et de 0.50 % à 3.00 % dans la zone euro correspondaient aux attentes. Plus important encore, la phase des hausses brusques des taux directeurs a été rompue. Il est désormais possible d'entrevoir la fin du cycle de hausses.

Pourtant, une incertitude demeure : les hausses des taux directeurs ne déploient pleinement leurs effets de freinage qu'en cours d'année, mais le scénario d'un atterrissage en douceur aux États-Unis, d'une croissance de l'économie européenne à partir du printemps 2023 et d'une forte croissance de l'économie en Chine (au moins +4.5 %) et en Inde (+7.5 %) se renforce. L'économie mondiale surfe sur une vague de croissance qui devrait la propulser à un taux de 2.9 %. L'Europe n'est pas la seule à profiter de la faiblesse du dollar, les pays émergents en profitent tout particulièrement.

## Un début 2023 réjouissant

L'ensemble des classes d'actifs ont progressé en janvier. Pour les obligations, la hausse a été de 2 % à 3 %. Sur le plan des actions, de l'immobilier et des infrastructures, certaines réactions ont été impressionnantes par rapport à la piètre année 2022. Certains titres de notre portefeuille ont déjà progressé de 20 % ou plus en janvier : Swissquote (+23 %), Sika et Lonza (+17 % chacune), Saint-Gobain et Flughafen Zürich (+16 %), Holcim (14 %) ainsi que Swiss Life, Veolia et Mutares (+13 %). Cela a notamment eu pour conséquence que les stratégies comportant une part importante d'actions ont nettement progressé en janvier. Cette évolution peut être considérée comme un début prometteur, car près d'un tiers des pertes sur titre essuyées l'année dernière a déjà été compensé. Nous restons confiants pour la suite des événements. Nous continuons à nous attendre à des fluctuations des cours sur les marchés

des capitaux, dont nous profiterons activement.

Dans la classe de risque 1, ce sont les obligations à caractère défensif qui prédominent. Ces stratégies ont gagné entre 2.7 % (libre passage R1) et 3.7 % (Revo1). Les portefeuilles équilibrés ont gagné jusqu'à 5.6 %. Dans les classes de risque 4 et 5 ainsi que dans la stratégie dividendes, les rendements étaient encore plus élevés en janvier (Revo-Dividendes +8.4 %). Pour le printemps 2023, nous prévoyons des distributions de dividendes records dans tous les portefeuilles.

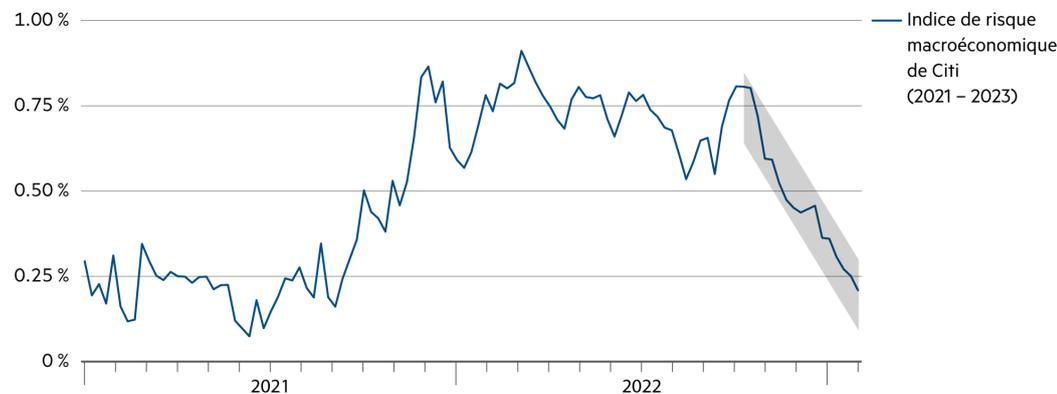
Les solutions DecarbRevo, qui mettent l'accent sur les énergies renouvelables et la décarbonisation de l'économie mondiale, ont également évolué de manière très positive. Les rendements de janvier se situaient entre 4.6 % et 7.5 %.

Stratégies sur la base des titres individuels	Performance des stratégies*	
	Janvier 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	+3.5%	+3.5%
Zugerberg Finanz R2	+4.7%	+4.7%
Zugerberg Finanz R3	+5.4%	+5.4%
Zugerberg Finanz R4	+5.8%	+5.8%
Zugerberg Finanz R5	+4.9%	+4.9%
Zugerberg Finanz RDividendes	+6.9%	+6.9%
Zugerberg Finanz Revo1	+3.7%	+3.7%
Zugerberg Finanz Revo2	+4.8%	+4.8%
Zugerberg Finanz Revo3	+5.6%	+5.6%
Zugerberg Finanz Revo4	+6.3%	+6.3%
Zugerberg Finanz Revo5	+6.8%	+6.8%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+8.4%	+8.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+4.6%	+4.6%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+6.1%	+6.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+7.5%	+7.5%
<b>Zugerberg Finanz Libre passage</b>	<b>Performance des stratégies*</b>	
	Janvier 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+2.4%	+2.4%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+2.7%	+2.7%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+3.4%	+3.4%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+4.0%	+4.0%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+4.5%	+4.5%
<b>Zugerberg Finanz Prévoyance 3a</b>	<b>Performance des stratégies*</b>	
	Janvier 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+3.7%	+3.7%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+4.8%	+4.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+5.6%	+5.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+6.3%	+6.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+6.8%	+6.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+8.4%	+8.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+4.6%	+4.6%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+6.1%	+6.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+7.5%	+7.5%

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

Macroéconomie

## L'économie mondiale se porte mieux



Indice de risque macroéconomique de Citi (2021 - 2023) (Source : Citi Macro Risk Index | Graphique : Zugerberg Finanz)

**L'économie mondiale est plus vaillante qu'il y a six mois. Les risques ont diminué. Aux États-Unis, les élections de mi-mandat se sont avérées étonnamment positives pour le président en exercice Joe Biden. Les taux d'inflation américains décelèrent, tout comme ceux de l'Europe. On ne pouvait pas s'attendre à une ouverture si rapide de la Chine, ni à une baisse aussi importante des prix de l'énergie. L'économie mondiale va certes mieux, mais elle ne se porte pas encore bien.**

Sur le plan mondial, la probabilité d'une récession a reculé. Les dernières prévisions sur l'évolution de l'économie mondiale pour l'année 2023 ont été relevées à 2.9 % de croissance réelle, soit environ 0.8 % de plus qu'il y a 60 jours. L'Europe occidentale (Allemagne!) et la Chine ont connu de fortes révisions conjoncturelles à la hausse. L'indice de risque macroéconomique de la Citibank s'est considérablement réduit, ce qui doit être considéré comme positif. Sur les marchés des capitaux, cela s'est traduit par une baisse de la volatilité des marchés des actions et des obligations.

De même, après un creux à la fin du troisième trimestre 2022, les divers indicateurs du sentiment sont repartis à la hausse dans le monde entier. En particulier en Europe occidentale, le climat des affaires et la confiance des consommateurs se sont sensiblement améliorés. Sur les marchés obligataires sensibles, cela se manifeste par le fait que les primes de risque de crédit sont en baisse depuis environ six mois, tant aux États-Unis qu'en Europe.

Sur le plan des prix, la tendance à la baisse s'est accélérée, que ce soit

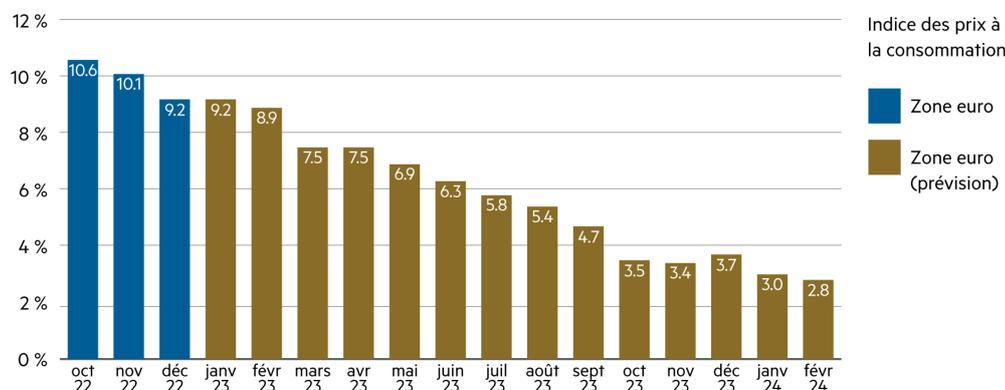
pour les prix à la production ou pour les prix à la consommation. Quoi qu'il en soit, le climat est stimulé par le fait que la baisse des taux d'inflation pourrait constituer une bonne surprise cette année. Au cours des trois derniers mois, l'inflation est clairement passée sous la barre des 3 % (sur une base annualisée) aux États-Unis, et elle a également atteint un niveau modéré de 3.5 % dans la zone euro. Toutefois, même si l'on considère les moyennes sur 12 mois, l'évolution semble bonne. L'inflation sous-jacente aux États-Unis, qui est surveillée de près par la Réserve fédérale et qui se fonde sur le panier de produits effectif (inflation «Personal Consumption Expenditures» ou PCE), a baissé à 4.4 % en décembre.

Il convient toutefois de ne pas trop se focaliser sur les États-Unis (22 % du produit national mondial), mais plutôt sur la contribution bien plus importante du continent eurasiatique avec l'Europe, la Chine et l'Inde. Cette région a connu dernièrement des améliorations considérables. L'Inde s'impose à un rythme effréné comme une alternative à la Chine en tant que place industrielle. Dans le domaine informatique, cela fait longtemps que l'Inde est le site le plus important pour ce qui a trait au développement de logiciels et à la maintenance de matériel. La Chine a libéralisé sa politique en matière de Covid et catapulté son économie nationale de 1.4 milliard d'habitants sur un chemin de croissance accéléré, qui va bien au-delà de la tendance des trois dernières années. L'Europe en profite largement. En revanche, le commerce transpacifique reste bien en deçà de son potentiel, en raison des tensions persistantes entre la République populaire de Chine et les États-Unis.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Une année de croissance économique inférieure à la moyenne (+1.3 %) s'annonce pour la Suisse, avec une accélération au 2e semestre.
Zone euro, Europe	↗	↗	La récession n'est plus à l'ordre du jour. «Les chiffres ne sont pas bons, mais bien meilleurs que ce que l'on craignait encore récemment», a déclaré il y a peu le Ministre allemand de l'économie.
Etats-Unis	→	↗	L'économie nationale se refroidit. Au quatrième trimestre, la croissance du PIB réel s'est élevée à 2.9 % en termes annualisés. Le marché du travail demeure robuste et résilient.
Reste du monde	↗	↗	Les perspectives économiques, en particulier dans les pays émergents, se sont améliorées grâce à l'affaiblissement du dollar. Les prévisions de PIB sont en hausse.

Liquidités, devises

## Des prévisions d'inflation en chute libre



La tendance de l'inflation dans la zone euro se situe à moins de 3 % dans 12 mois selon Eurostat. (Source : Bloomberg Finance Eurostat, 30 janvier 2023 | Graphique : Zugerberg Finanz)

**2022 a été une année marquée par des taux d'inflation importants. Nombreux sont les spécialistes qui sont plus confiants pour la nouvelle année. Un nombre croissant d'institutions reviennent leurs prévisions d'inflation à la baisse. Cela vaut aussi bien pour les deux principales économies nationales (Allemagne, France) que pour la zone euro dans son ensemble. Il est très possible que le recul de l'inflation soit tout aussi sous-estimé que l'a été sa hausse par le passé.**

Selon le mode de calcul de l'indice des prix à la consommation (IPC), la baisse des prix de l'énergie devrait à elle seule contribuer à hauteur de -4 % à l'évolution de l'inflation pour l'année en cours. Dans ses prévisions d'automne, le célèbre institut Ifo tablait encore sur une inflation de 9.3 % pour l'Allemagne sur l'ensemble de l'année 2023 ; entre-temps, il ne prévoit «plus que» 6.4 % en moyenne, c'est-à-dire nettement moins à la fin de l'année. Entre temps, les prévisions de l'Institut de macroéconomie et de recherche conjoncturelle (IMK), proche des syndicats, sont encore plus basses : 5.1 %.

En ce qui nous concerne, les valeurs moyennes annuelles (qui ressortent notamment des valeurs mensuelles de juin et juillet 2023) nous intéressent moins que les valeurs de fin d'année 2023. En effet, les négociations salariales se déplacent toujours vers la fin de l'année et, avec la baisse impressionnante de l'inflation, la probabilité d'effets de deuxième et troisième tours consolidés diminue. Les accords tarifaires observés jusqu'à présent témoignent d'une approche mesurée. Certes, nous ne voulons pas proclamer trop tôt la fin de l'inflation élevée, mais chaque mois supplémentaire vient augmenter la confiance de voir se renforcer la tendance baissière de l'inflation.

Les conséquences de la forte croissance chinoise demeurent incertaines. Les premières données du Nouvel An chinois indiquent que la consommation a connu une hausse plus forte que prévu, ce qui devrait tout au moins entraîner une stabilisation des prix des matières premières. Il est plutôt probable de voir se réaliser le scénario d'une hausse des cours du pétrole brut et des métaux industriels en cours d'année. Le baril de pétrole brut pourrait clairement atteindre à nouveau les 100 dollars, mais les Européens peuvent se détendre : l'ouverture de la Chine booste la valeur de l'euro. En revanche, le ralentissement de l'économie américaine a un impact modérateur sur le pétrole brut. Dans ce pays, la tendance à consommer s'est avérée décevante ces derniers temps.

Les hausses des taux directeurs de 0.50 % de la BCE et de la Banque d'Angleterre ont encore réduit l'écart entre les taux d'intérêt après la petite hausse de 0.25 % décidée par la Fed. Cela a affaibli le dollar. Depuis le creux de septembre 2022, l'euro s'est apprécié de 13 % par rapport au dollar, et la livre britannique de 15 %. Pour le franc suisse, les fluctuations par rapport au dollar ont été moins importantes. Mais avec un cours de 0.92, il existe toujours un potentiel de baisse. La parité de pouvoir d'achat est d'environ 0.75.

Le Dollar Spot Index a reculé d'environ 10 % depuis son plus haut niveau d'octobre. Si l'on considère le rallye qui a eu lieu de juin 2021 à septembre 2022, le cours actuel est encore 14 % plus élevé que le creux de 2021. La volatilité élevée dans le domaine des taux de change est derrière nous. L'indice de volatilité JP Morgan FX se situe même légèrement en dessous de la moyenne annuelle, à 9.44.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	→	→	Sur les comptes d'épargne en francs, sur lesquels les taux d'intérêt légèrement positifs connaissent une nouvelle hausse, il convient de faire attention aux délais de résiliation applicables.
Euro / Franc suisse	→	→↗	L'euro se situe à un niveau raisonnable de 1.00, soit environ 15 % de moins qu'il y a cinq ans. Cela s'explique par les différences d'inflation.
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.
Euro / Dollar américain	↗	↗	L'euro est toujours fort. A 1.09, le taux de change évolue à nouveau au niveau pré-pandémique de janvier / février 2020.

Obligations

## Rebond des marchés obligataires en janvier



Inflation aux États-Unis au cours des 6 dernières années (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Le Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB Total Return) a progressé de 2.3 % en janvier. Cette reprise a marqué le début de l'année 2023, qui devrait se terminer sur une note positive après un recul catastrophique de l'indice en 2022. L'indice des obligations d'entreprises en francs (AAA-BBB) a progressé de 1.6 %. En revanche, les obligations européennes de moindre solvabilité se sont redressées de 3.1 %.**

Les afflux de capitaux sur le marché obligataire européen ont repris. Conséquence : les rendements ont baissé et les cours ont augmenté. Car l'inflation faiblit. Par rapport à l'année précédente, le panier de produits effectivement consommés aux États-Unis a augmenté de 5.0 %. Si l'on considère la tendance récente, ces trois derniers mois présentent un grand intérêt. L'inflation annualisée aux États-Unis est même tombée à environ 2 %.

En ce qui concerne l'inflation des marchandises, les prix se sont clairement érodés, aux États-Unis comme en Europe. La tendance pourrait encore se renforcer au cours de l'année 2023 pour ce qui a trait aux ventes de stocks et aux baisses de prix (par exemple dans l'électronique grand public ainsi que dans le secteur automobile). La baisse des prix de l'énergie renforce cet effet. En revanche, l'inflation des services est plus tenace.

L'évolution des salaires est également intéressante. Aux États-Unis, l'indice des coûts de l'emploi a augmenté de 0.97 % au quatrième trimestre, ce qui est inférieur aux attentes du consensus. Le ralentisse-

ment de l'évolution des coûts salariaux est cohérent par rapport à la croissance plus faible des salaires horaires moyens figurant dans le rapport sur l'emploi. Le tracker salarial trimestriel annualisé, basé sur les salaires horaires moyens, l'indice des coûts de l'emploi et les salaires horaires dans le secteur des entreprises non agricoles, affiche désormais +4.2 % au quatrième trimestre, soit un niveau nettement inférieur à celui de l'automne 2022. Il s'ensuit que le risque d'effets de second et de troisième tour est en train de diminuer.

L'évolution de l'inflation est importante dans la mesure où l'on peut désormais partir du principe que les dernières hausses des taux directeurs marquent pour l'essentiel la fin d'un cycle. Cela a renforcé l'intérêt pour les obligations, en particulier les obligations d'entreprises européennes. Nous les favorisons en raison de leur solvabilité et de l'évolution prévisible de la conjoncture. En règle générale, les échéances sont relativement courtes, c'est-à-dire que les risques de taux d'intérêt sont modérés.

Les écarts de rendement par rapport aux obligations d'État sont d'autant plus intéressants. En comparaison historique, ils sont nettement plus élevés en Europe qu'aux États-Unis. Les indicateurs conjoncturels avancés permettent toutefois de supposer que cet écart devrait se résorber. La solidité des bilans des entreprises européennes est souvent sous-estimée, ainsi que leur agilité dans une situation économique exigeante. Nous ne craignons pas une augmentation des défaillances de crédit dans nos portefeuilles obligataires.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→↑	Les obligations d'État se sont quelque peu reprises en janvier. Les obligations de la Confédération à dix ans rapportent 1.2 %, leur équivalent en Allemagne 2.3 %.
Obligations d'entreprises	↑	↑	Les suppléments de rendement sur les emprunts d'État s'élèvent entre 1.5 % et 7.5 % selon le débiteur et la taille de l'emprunt : intéressant pour se positionner de manière active.
Obligations hybrides et à haut rendement	↑	↑	Après ajustement du risque, plusieurs obligations hybrides constituent des diversifications précieuses dans un portefeuille ; dans certains cas, elles sont même plus intéressantes que l'action sous-jacente.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

## Nos obligations d'entreprises ont progressé de 2.5 %



Évolution des primes de risque de crédit des obligations (2020 - 2023) (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

**En janvier, les obligations d'entreprises ont progressé d'environ 2.5 %. Cela vaut aussi bien pour le Credit Opportunities Fund (COF) avec +2.5 % que pour le Zugerberg Income Fund (ZIF) avec +2.4 %. Les deux solutions ont ainsi obtenu un rendement légèrement supérieur à celui du SBI. Les générateurs de rendement étaient toutefois différents, ce qui augmente les avantages en termes de diversification.**

Avec le ZIF, nous sommes toujours en moyenne dans la catégorie High Grade. La durée résiduelle typique est de l'ordre de quatre ans. Il ne faut guère s'attendre à des défaillances, de sorte que le rendement de remboursement d'environ 4.1 % correspond également au rendement escompté sur plusieurs années. En janvier, quelques obligations ont été ajoutées au portefeuille du ZIF, notamment celles des entreprises suisses HIAG Immobilien et Cembra Money Bank, ainsi que d'entreprises européennes comme European Energy, Deutsche Bank et Enel. Les primes de risque de crédit ont diminué en janvier.

Il a suffi que les moindres incertitudes, même minimes, apparaissent quant à la résilience conjoncturelle du modèle d'entreprise, respectivement quant à la future évolution des affaires, pour que les positions soient vendues. Dans le ZIF, la tolérance au risque est faible à cet égard. La priorité est accordée au rendement constant et continu.

Dans le cas du COF, le rendement à l'échéance est plus élevé et, naturellement, lorsque les rendements escomptés sont plus élevés, ils s'accom-

pagnent également de risques plus importants. Une obligation à court terme de la société d'investissement norvégienne Kistefos a été échangée contre une obligation à plus long terme. Quatre emprunts qui nous semblaient très rentables ont été renforcés de manière substantielle.

Il sied de mentionner en particulier la société SFL, qui a émis un Sustainability Linked Bond à quatre ans. L'obligation rapporte 9.3 % en dollars et, couverte en francs suisses, 6.4 % actuellement (et nous tablons plutôt sur une réduction des frais de couverture sur toute la durée de l'emprunt). L'entreprise achète des navires et les prête depuis longtemps aux meilleures contreparties, c'est-à-dire à des clients comme Maersk, MSC et Volkswagen, et dispose d'une bonne solvabilité. Depuis plus de 20 ans, l'entreprise a toujours réalisé des bénéfices. Elle a désormais recours aux fonds étrangers afin de renouveler sa flotte et de réduire ses émissions de 5 % par an. Son engagement en faveur des critères ESG nous a convaincus. De plus, la structure de la société fait en sorte que le «risque de cygne noir» a été massivement réduit. La société affiche depuis de nombreuses années un résultat opérationnel convaincant et la durée moyenne de location de sa flotte s'élève actuellement à sept ans : idéal pour acquérir auprès d'une telle société une obligation à quatre ans avec un bon rendement. Si l'objectif de durabilité ambitieux du SFL n'est pas atteint, les investisseurs bénéficieront encore d'un rendement supplémentaire de 0.5 % au moment du remboursement.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+2.4 %	+2.5 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-11.6 % (-2.6 %)	+22.8 % (+2.0 %)
Quantité de mois de performance positive :	57 %	67 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	256 BP (-41 BP)	867 BP (+39 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

## Les placements en infrastructures restent attractifs



Aéroport de Zurich SA

Sur le marché de l'immobilier, la demande des acheteurs ne faiblit guère et les prix évoluent latéralement de manière stable. La baisse des taux d'intérêt hypothécaires est favorable aux acheteurs. Les titres d'infrastructures sont en constante progression. Dans l'ensemble, ils ont connu une performance relativement supérieure à la moyenne l'année dernière et se sont déjà distingués de la moyenne du marché en janvier.

Les valeurs immobilières cotées en bourse ont connu une certaine reprise en janvier. La perspective d'une hausse des revenus locatifs entretient la demande en immeubles de rendement résidentiels. Le solde migratoire de la population résidente permanente, de 60'000 à 80'000 personnes par an, est déterminant sur le marché locatif, et ce depuis dix ans. En outre, la baisse du nombre de logements neufs construits au cours des derniers trimestres devient perceptible. L'augmentation de la population résidente, le renchérissement de la construction (l'indice des prix de la construction a augmenté de +8.2 % pour les immeubles résidentiels) et le faible nombre de logements vacants entraînent un changement du rapport de force en faveur des bailleurs.

Dans le domaine des infrastructures, certaines considérations ont également changé, mais il convient sur ce thème de regarder vers l'international. Fin janvier, le Fonds monétaire international (FMI) a revu à la hausse ses prévisions conjoncturelles mondiales. Désormais, le FMI table sur une croissance mondiale de 2.9 %. Les fournisseurs d'infrastructures devraient en profiter dans une mesure supérieure à la moyenne, par exemple les exploitants d'aéroports et de routes à péage. Pour ces motifs, des ajustements d'évaluation impressionnants ont déjà eu lieu en janvier, qui ont été au moins deux fois plus importants que

l'évolution du SMI :

**Flughafen Zürich (+16 %)** depuis le début de l'année) : l'aéroport de Zurich devrait compter parmi les gagnants de la reprise mondiale en 2023. La Suisse devrait profiter du fait qu'elle est la seule nation d'Europe occidentale à ne pas avoir imposé de restrictions de voyage aux Chinois, et ce dans une mesure supérieure à la moyenne par rapport au secteur européen des transports en pleine croissance. Cela a pour effet d'augmenter la prévisibilité pour Lukas Brosi, directeur financier de longue date de l'entreprise, élu CEO à la fin du mois d'avril. Parallèlement aux activités d'aviation, les activités non aéronautiques connaissent également un développement positif.

**Veolia (+13 %)** : une forte croissance ainsi que les gains d'efficacité résultant de la reprise complète des activités de Suez caractérisent la société pour les années à venir. La valorisation reste toutefois modérée et le bilan est très sain.

**Vinci (+11 %)** : avec l'environnement conjoncturel, les perspectives s'améliorent également pour Vinci, un solide exploitant de concessions d'infrastructures clés, à l'instar de l'aéroport de Londres-Gatwick. La croissance impressionnante connue par l'entreprise en 2022 devrait se poursuivre. En ce qui concerne les routes à péage, une augmentation de 4.7 % en moyenne a eu lieu à partir du 1er février. Pour les trajets plus courts inférieurs à 30 kilomètres, les tarifs n'ont pas été augmentés sur 70 % du marché – comme contribution de Vinci à la lutte contre l'inflation. L'achat d'électricité a été effectué de sorte que les véhicules électriques bénéficient d'une réduction de prix de 10 % à partir du 1er mai dans les stations de recharge Vinci.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	→	Il vaut la peine de s'appuyer sur un conseil financier pour garder une vision claire des marchés du crédit hypothécaire, qui ont connu une volatilité élevée ces derniers temps.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	En Suisse, nous considérons toujours PSP Swiss Property (+6 % depuis le début de l'année) comme notre favori, avec une stratégie de croissance axée sur la valeur et des objectifs clairs.
Fonds immobiliers CH	→	→	Les hausses des taux directeurs ont fait fondre les agios des fonds immobiliers. Toutefois, il s'agit d'être prudent avec les nouveaux investissements et de rester sélectif.
Infrastructures	↗	↗	Les actions d'infrastructures ont connu un bon début d'année en janvier. Les perspectives d'un millésime vigoureux et riche en dividendes sont intactes.

Actions

## Un bon début d'année pour les actions

Le Swiss Market Index a progressé de 5.2 % en janvier, mais grâce à notre sélection et à notre pondération des titres, nous avons été en mesure de surperformer nettement l'indice. Particulièrement en période d'inflation accrue, nous nous concentrons sur les entreprises leaders sur le marché qui disposent d'un certain pouvoir en matière de fixation des prix. Cela génère un cash flow supérieur à la moyenne, qui peut finalement être utilisé pour la croissance par acquisition, les dividendes et/ou les rachats d'actions.

Les premiers rapports de l'année permettent déjà de tirer quelques conclusions, tout en précisant que nous n'effectuons ici qu'une sélection par ordre alphabétique des actions qui ont gagné au moins 10 % en janvier :

**Alphabet** (+12 % depuis le début de l'année) : malgré le système ChatGPT, nous voyons toujours un potentiel de cash flow considérable dans ce groupe technologique diversifié.

**Apple** (+11 %) : en dépit des problèmes sur le plan des livraisons et de la faiblesse de la demande récente, l'icône des smartphones est parvenue à se démarquer. La production, y compris celle des AirPods, est de plus en plus délocalisée en Inde. Le ratio cours / bénéfice est modéré à 23.

**Axa** (+10 %) : en particulier pour les investisseurs à long terme, Axa fait partie des perles européennes et a surperformé l'indice des actions européennes d'assurance de 50 % depuis le début de l'année.

**Deutsche Post DHL** (+12 %) : le groupe de logistique jaune au logo rouge DHL est implanté de manière optimale dans le monde entier et profite d'une légère accélération de la croissance de l'économie mondiale et d'un besoin accru en chaînes d'approvisionnement optimales cette année encore.

**Holcim** (+14 %) : en janvier, le groupe a franchi une étape supplémentaire sur le plan des acquisitions, afin de s'imposer comme leader sur le marché nord-américain en forte croissance des solutions de toiture, qui représente 45 milliards de dollars. La stratégie de «croissance verte» s'accélère. Le rythme de la transformation de Holcim en un fournisseur de matériaux de construction peu intensif en capital, innovant et aux faibles émissions de CO2 est encore peu prisé par le marché des capitaux.

**KKR** +20 % : la capitalisation boursière ne représente que 10 % des actifs sous gestion. Il existe encore du potentiel, d'autant plus que les

nouvelles affaires se portent bien.

**Lonza** (+15 %) : le groupe a investi 1.9 milliard de francs en 2022 pour augmenter ses capacités. La direction confirme les perspectives à moyen terme, qui consiste à réaliser une marge EBITDA de base de 33 % à 35 %.

**Mercedes-Benz** (+11 %) : le département design a lancé la marque unique et exclusive Mercedes-Maybach afin d'ancrer l'icône du luxe Maybach parmi un groupe cible plus jeune et plus sensible à la mode. Mercedes-Benz est en outre le premier constructeur automobile au monde à avoir obtenu la certification pour la conduite hautement automatisée (selon le niveau 3 SAE) pour le trafic routier américain.

**SAP** +12 % : les résultats ont prouvé la résilience des activités Cloud (+24 % en 2022) et la forte croissance de la solution ERP leader mondial S/4HANA (+35 %). La bonne visibilité de la société et la confiance accrue dans le déplacement du centre de gravité des activités de licence vers les programmes harmonisés basés sur le Cloud confirment le bien-fondé de notre engagement. La croissance du bénéfice brut devrait se poursuivre avec deux chiffres.

**Sika** (+17 %) : l'ouverture de la Chine stimule la croissance du leader mondial des matériaux de construction, y compris l'intégration de MBCC, à laquelle plus rien ne s'oppose après la vente des activités adjuvants pour béton de MBCC au groupe britannique Ineos. Le chiffre d'affaires réalisé en 2022 (+15.8 en monnaies locales), avec une marge colossale, s'est avéré impressionnant.

**Saint-Gobain** (+15 %) : le leader mondial des solutions de construction légère est devenu l'un des préférés des analystes suite à la réévaluation de ses activités. La hausse des cours n'est pas encore terminée.

**Swissquote** (+23 %) : l'évaluation de la banque en ligne a depuis longtemps nettement dépassé notre prix d'entrée. Les affaires se déroulent mieux que prévu.

**Swiss Life** (+13 %) : l'évaluation reste également positive pour la nouvelle année. La baisse des taux d'inflation et des rendements des obligations d'État profite en particulier au secteur de la gestion d'actifs pour des tiers, qui génère des marges importantes et qui est pondérée par l'immobilier.

**Swiss Re** (+11 %) : les activités de renouvellement se passent bien. Les primes de réassurance ont nettement augmenté.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	En dépit de l'optimisme naissant, les poids lourds du SMI, Nestlé (+4 %), Roche (-2 %) et Novartis (-1 %) sont restés particulièrement inertes en janvier.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Les actions européennes ont été redécouvertes, notamment grâce à l'ouverture de la Chine : le Stoxx Europe 600 a augmenté de 6.7 % en janvier, l'Euro Stoxx 50 même de 9.8 %.
Actions Etats-Unis	↗↘	↗	L'indice phare S&P500 a enregistré une hausse nette en janvier (+6.2 %). L'indice technologique du Nasdaq a connu une plus forte reprise (+10.7 %).
Actions Pays émergents	↗	↗	En janvier, le MSCI Emerging Markets, l'indice le plus large des marchés émergents, a rattrapé une partie importante de sa baisse de l'année précédente (+7.9 %).

Placements alternatifs

## Des coûts du transport en baisse



Taux de fret pour les conteneurs standards au cours des 5 dernières années (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

**La baisse des coûts du transport agit comme une huile lubrifiante améliorée dans les moteurs de l'économie mondiale. De facto, les faibles coûts de transport sont un phénomène concomitant de la mondialisation croissante et ont actuellement un effet désinflationniste. Cependant, les exigences envers les logisticiens et les transporteurs augmentent avec l'établissement de nouvelles chaînes d'approvisionnement plus flexibles.**

Les chaînes d'approvisionnement ont subi et subissent encore toutes sortes de conséquences. L'ouverture du troisième tunnel du Gubrist a dû être reportée au printemps 2023, car des composantes importantes étaient bloquées dans le port de Shanghai pour cause de pandémie. Même chose pour les automobiles commandées en Suisse à l'automne 2021, qui seront livrées dans les semaines à venir. Désormais, on peut toutefois tabler sur une diminution des temps d'attente, car le pic de stress sur les chaînes d'approvisionnement mondiales s'est beaucoup atténué dernièrement.

En particulier, le marché des puces à semi-conducteurs a connu une pression sur les prix. Après un essor sans précédent en 2021 et 2022, les commandes ont récemment chuté comme jamais depuis 25 ans. Les stocks ont explosé et les prix se sont effondrés, ce qui a particulièrement affecté les économies asiatiques spécialisées dans l'exportation de technologies (notamment Taiwan et la Corée du Sud). Le secteur des puces mémoire est connu pour ses cycles de «boom and bust». En dépit d'une gestion plus disciplinée et de nouveaux marchés pour leurs produits – y compris la technologie 5G et les services Cloud – les fabri-

cants de ce secteur de 160 milliards ne sont pas en mesure de générer des prix plus stables. Nous ne sommes ici pas engagés dans des actions (comme Samsung Electronics, Micron, Intel, etc.). En revanche, nous nous réjouissons de la pression désinflationniste exercée par les puces à semi-conducteurs.

L'on observe également un effondrement des prix à des niveaux anciens dans le transport maritime de conteneurs. Si l'on considère les commandes de porte-conteneurs, les entreprises leaders du marché prévoient une croissance des capacités de transport nécessaires de 6 % par an sur toute la décennie. Heureusement, les taux de fret se sont normalisés et ont retrouvé leur niveau d'avant la pandémie. Dans le même temps, la pression pour décarboniser de plus en plus le transport mondial augmente.

Il est également intéressant de constater que les capacités sont désormais suffisantes tant pour les «terres rares» que pour la fabrication de batteries, et que la pression sur les prix se renforce à nouveau. Avec plus de 1.3 million de livraisons effectuées en 2022, le leader de la production de véhicules électriques, Tesla, baisse ses prix jusqu'à -20 % dans le monde entier, et la concurrence devrait largement suivre cette évolution des prix. Au bout du compte, la concurrence a toujours un effet déflationniste et non inflationniste, ce que l'on tend à oublier dans les prévisions d'inflation. Afin de rester concurrentiels, il s'agit d'utiliser toutes les possibilités d'optimisation d'une économie mondiale globale, raison pour laquelle il ne faut pas s'attendre à une tendance à la démonialisation.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→↗	↗	Les prix du pétrole pourraient se diriger à nouveau vers les 100 dollars le baril de brut à mesure de l'accélération économique en Chine.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	Selon le World Gold Council, la demande mondiale d'or a atteint son niveau le plus élevé depuis 2011, avec 4'740 tonnes en 2022, principalement en raison des achats d'or par les banques centrales.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	La capacité de risque a diminué de manière cyclique, ce qui permettra aux investisseurs de participer aux primes plus attrayantes pendant le cycle actuel de renouvellement.
Private Equity	→↗	↗	Pour nos placements sur le marché privé, nous nous attendons d'une manière générale à ce que les évaluations continuent leur reprise en 2023.

## Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)	Performance annuelle (en CHF)					
		31.01.2023	01/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
<b>Actions</b>							
SMI	CHF	11'285.8	+5.2%	+5.2%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'490.3	+5.5%	+5.5%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'128.3	+9.7%	+9.7%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'082.4	+10.4%	+10.4%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	26'599.7	+13.3%	+13.3%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'771.7	+5.8%	+5.8%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'163.5	+10.8%	+10.8%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	34'086.0	+2.3%	+2.3%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'076.6	+5.7%	+5.7%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	11'584.6	+10.2%	+10.2%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	27'327.1	+4.9%	+4.9%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	59'549.9	-1.5%	-1.5%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'785.0	+6.5%	+6.5%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	1'031.5	+7.3%	+7.3%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligations (divers)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	154.4	+1.5%	+1.5%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	182.4	+3.1%	+3.1%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	323.2	+3.5%	+3.5%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	261.0	+2.7%	+2.7%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Emprunts d'Etat</b>							
SBI Dom Gov	CHF	164.5	+3.0%	+3.0%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	145.5	+2.1%	+2.1%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	177.2	+2.3%	+2.3%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Obligations d'entreprise</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	174.7	+1.6%	+1.6%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.7	+3.6%	+3.6%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	559.2	+3.4%	+3.4%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	158.7	+2.1%	+2.1%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	269.4	+3.0%	+3.0%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Placements alternatifs</b>							
Or Spot CHF/kg	CHF	56'801.4	+2.6%	+2.6%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	111.8	-1.4%	-1.4%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'231.1	+0.5%	+0.5%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'390.7	+1.8%	+1.8%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
<b>Devises</b>							
Dollar / franc suisse	CHF	0.9162	-0.9%	-0.9%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9951	+0.6%	+0.6%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.7041	-0.2%	-0.2%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1285	+0.9%	+0.9%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

Toutes les données publiées ici sont transmises à titre d'information uniquement et n'ont pas valeur de conseil ou recommandation en matière de placement ou autre. La présente publication est fondée sur des sources accessibles au public, que nous considérons comme fiables et valables. Nous déclinons toute responsabilité quant à l'exactitude et / ou l'intégrité des informations communiquées. Cette publication s'adresse exclusivement aux clients / intéressés établis en Suisse, et les informations légales figurant dans les mentions légales sur le site [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch) s'appliquent. Evolution des valeurs d'après un portefeuille modèle. Du fait de la gestion active, la structure effective de chaque dépôt et l'évolution des valeurs qui en découle peuvent s'en écarter et dépendent de la date et du montant de l'investissement. Cela vaut en particulier durant la première année d'investissement, dû à la pénétration échelonnée sur le marché. Seule l'évolution effective des valeurs d'après l'extrait de compte / de dépôt de la banque dépositaire ou de la fondation est véritablement valide. 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](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch). Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 31/01/2023 ; données économiques au 31/01/2023, pronostics économiques au 31/01/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.