



Wildspitz avec vue sur le Rossberg et le Rigi (photo : Andreas Busslinger)

De l'inflation à la frustration de la croissance ?

Le pic de l'inflation est derrière nous et l'inflation recule dans le monde entier. Cependant, la baisse de l'inflation n'est pas un chemin rectiligne qui conduirait rapidement l'économie mondiale vers une croissance harmonieuse. Néanmoins, la frustration n'a pas lieu d'être, puisque le principal message demeure inchangé : la récession annoncée depuis dix mois n'a toujours pas eu lieu. Dans la zone euro et en Suisse, elle n'est plus à l'ordre du jour. Bien au contraire, certains éléments indiquent que l'économie réelle devrait s'accélérer de ce côté de l'Atlantique à la fin du printemps. Même au Royaume-Uni, pays en crise, le lion rugit à nouveau. Les dernières prévisions ne tablent plus sur une profonde récession, mais plutôt sur une stagnation.

Pour notre part, nous restons toujours prudemment optimistes, sommes à l'aise dans les secteurs défensifs et restons prudents avec les engagements en actions dans des entreprises cycliques. De nombreux modèles d'entreprise qui trouvent leur place dans notre portefeuille sont particulièrement résilients face à la récession. Ils connaissent une croissance

modérée même en temps de crise, et même une croissance supérieure à la moyenne en période de reprise. Le printemps des dividendes s'empare de nos actions Plus de 70 % des positions voient les dividendes augmenter.

Aucune frustration de croissance ne se propage dans nos solutions obligataires. En fait, une croissance mondiale nominale plus soutenue permet aux entreprises de payer leurs intérêts et de rembourser leurs dettes dans les délais. L'augmentation des ventes et des revenus, associée à une stabilité nominale de la dette, réjouit les départements financiers. En tous les cas, le risque de défaillance a sensiblement diminué depuis le début de l'année. La baisse des primes de risque de crédit a insufflé un élan supplémentaire à nos obligations d'entreprises, avec environ +2 % (depuis le début de l'année) par rapport à la performance de l'indice obligataire mondial, dominé par les obligations d'État et qui se situait à 0 % fin février.

Un mois de février 2023 sous le signe de la volatilité

Après un mois de janvier robuste, le mois de février a montré son côté volatile. Contrairement aux portefeuilles passifs, qui ont enregistré un mois avec des rendements négatifs dans les domaines des obligations et des actions, nos portefeuilles Zugerberg Finanz ont réalisé un résultat largement positif. Les rendements mensuels ont eu tendance à être meilleurs dans les classes d'actifs avec une part d'actions plus élevée que dans les classes d'actifs avec une part d'actions moins importante.

Dans la classe de risque 1, ce sont les obligations à caractère défensif qui prédominent, ce qui a assuré une correction minimale. Néanmoins, les stratégies connaissent une hausse de 2.5 % (libre passage R1) à 3.5 % (Revo1) depuis le début de l'année. Les portefeuilles équilibrés

de la classe de risque 3 ont progressé jusqu'à 6.0 %. Dans les classes de risque 4 et 5 ainsi que dans la stratégie de dividendes (RevoDividendes +9.9 %), les rendements obtenus ont été encore plus élevés au cours des deux premiers mois de l'année en cours.

Les solutions DecarbRevo, qui mettent l'accent sur les énergies renouvelables et la décarbonisation de l'économie mondiale, ont comparativement moins bien résisté en février. Comme de coutume, les fonds de libre passage, avec leur part importante de placements non cotés (p. ex. fondations de placement immobilier), réagissent de manière relativement inerte aux mouvements du marché. Cela vaut aussi bien en cas de baisse que de reprise actuellement en 2023.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Février 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-0.4% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz R2	+0.3% ↑	+5.0% ↑
Zugerberg Finanz R3	+0.5% ↑	+6.0% ↑
Zugerberg Finanz R4	+0.6% ↑	+6.4% ↑
Zugerberg Finanz R5	+0.3% ↑	+5.2% ↑
Zugerberg Finanz RDividendes	+1.2% ↑	+8.2% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.2% ↓	+3.5% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	+0.3% ↑	+5.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	+0.3% ↑	+5.9% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	+0.5% ↑	+6.8% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	+0.6% ↑	+7.5% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+1.4% ↑	+9.9% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.6% ↓	+4.0% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.7% ↓	+5.4% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.8% ↓	+6.6% ↑

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Février 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.5% ↓	+1.8% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-0.1% ↓	+2.6% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.3% ↑	+3.7% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.5% ↑	+4.5% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.8% ↑	+5.3% ↑

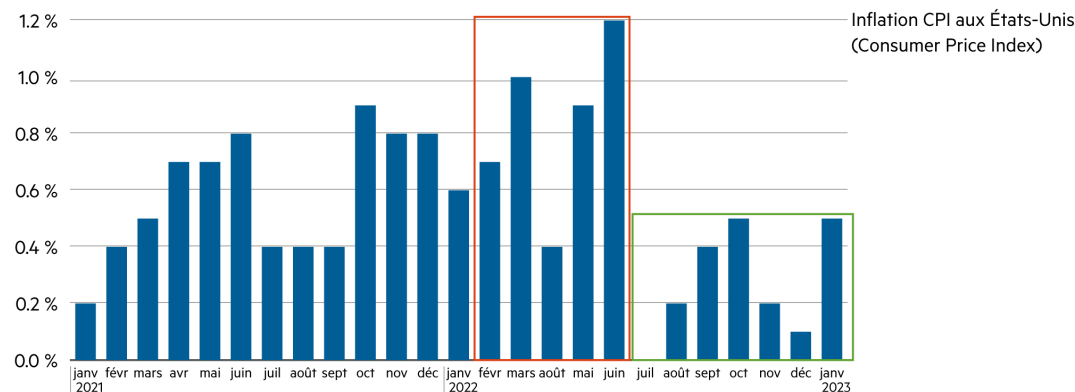
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Février 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.2% ↓	+3.5% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.3% ↑	+5.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.3% ↑	+5.9% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.5% ↑	+6.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.6% ↑	+7.5% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+1.4% ↑	+9.9% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.6% ↓	+4.0% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.7% ↓	+5.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.8% ↓	+6.6% ↑

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

Macroéconomie

Des mois de baisse des taux d'inflation en perspective



Évolution mensuelle de l'inflation CPI aux États-Unis, janvier 2021 – janvier 2023 (source : U.S. Bureau of Labor Statistics | Graphique : Zugerberg Finanz)

Il y a un an, l'économie mondiale a été frappée par une vague massive d'inflation. Celle-ci a fait plus de mal à la conjoncture qu'on ne le pensait initialement. Dans les pays industrialisés, les prix ont augmenté en moyenne jusqu'à 1.2 % par mois (!). Au cours des cinq prochains mois, ces chiffres d'augmentation importants vont céder la place à des valeurs plus modérées. Ce faisant, le taux d'inflation annuel mesuré par rapport au même mois de l'année précédente baissera considérablement au printemps et jusqu'au début de l'été 2023.

Le taux d'inflation annuel se compose toujours des valeurs des 12 mois précédents. Il y a un an, les prix avaient connu une hausse particulièrement importante. La demande de consommation post-pandémique avait provoqué une escalade des problèmes sur le plan des chaînes d'approvisionnement, d'autant plus que certaines régions économiques dans le monde (p. ex. une grande partie de la Chine) appliquaient toujours une politique stricte de zéro Covid. De février à juin 2022, des hausses de prix mensuelles de 1 % et plus n'étaient pas rares dans de nombreux pays industrialisés. A ce moment-là, l'on n'osait même pas rêver d'une production industrielle sans accroc, et nombreuses sont les entreprises de services qui ne sont sorties que progressivement de leur hibernation pandémique.

Dans le même temps, la guerre en Ukraine a donné lieu à de nombreuses spéculations dans le domaine de l'énergie. A cela s'est ajouté le renforcement de la valeur extérieure du dollar dans le sillage de la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, ce qui a encore fait bondir les prix de biens importés comme le pétrole brut et le gaz, par exemple en Europe. Et le fait de se détourner rapidement des sources d'énergie en provenance de Russie (charbon, gaz, pétrole) a également entraîné une hausse des coûts.

En Europe, s'est répandue la crainte d'une désindustrialisation structu-

relle accompagnée d'une hausse du chômage. Nous n'en sommes par arrivés là, mais les modèles d'entreprise qui se sont reposés pendant des décennies sur les livraisons de gaz russe bon marché sont contraints de se réorienter. Chez BASF, le plus grand groupe chimique du monde, ce bouleversement est particulièrement manifeste. En 2021, l'usine-mère allemande de BASF à Ludwigshafen et ses 39'000 employés représentaient quatre pour cent de la consommation totale de gaz en Allemagne. L'avenir nous dira si le groupe sera heureux de sa délocalisation de la production d'ammoniac et d'engrais à Zhanjiang, en Chine, par exemple.

Ce qui est certain, c'est que la critique adressée publiquement par le président du groupe BASF à l'égard des conditions-cadres en Europe («coûts élevés, tendance croissante à la surréglementation et procédures d'autorisation lentes et bureaucratiques») a aussi un côté positif : elle renforce la vision selon laquelle le risque climatique en Europe est de nature multiple, et ne doit en aucun cas être considéré comme limité à l'environnement. L'exemple de BASF montre justement que la Suisse, l'Allemagne et l'Europe dans son ensemble doivent également s'efforcer de créer un climat favorable à l'économie. Une hypothèse plausible est que les livraisons de gaz ne se feront plus aux prix historiquement bas pratiqués par la Russie au cours des dernières décennies. C'est pourquoi il s'avère d'autant plus important de compenser cet état de fait par d'autres avantages : une infrastructure de qualité et sûre, une main-d'œuvre (hautement) qualifiée, une réglementation efficace, peu de bureaucratie et une fiscalité attrayante. Nous devons veiller à créer un climat propice à l'innovation et au capital-risque, un climat sans corruption et sans risque d'expropriation, un climat où l'air est pur, avec une partie importante d'énergies renouvelables : voilà ce qui caractérisera l'Europe de demain.

Région	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Pour la Suisse, une phase de plusieurs trimestres de croissance modérée avec des taux directeurs légèrement plus élevés se dessine.
Zone euro, Europe	↗	↗	L'Allemagne revient progressivement sur la voie d'une expansion modérée, mais le recul de l'inflation des prix à la consommation est lent.
Etats-Unis	→	↗	L'économie nationale se refroidit. En raison de l'hiver doux, la construction de logements et l'ensemble du marché du travail sont restés exceptionnellement robustes et résilients.
Reste du monde	↗	↗	L'espace économique asiatique, avec ses deux points névralgiques que sont la Chine et l'Inde, est à l'origine des plus forts taux de croissance du PIB de l'économie mondiale en 2023.

Liquidités, devises

Où les prévisions d'inflation se stabilisent-elles ?



Prévision d'inflation à un an pour les États-Unis au cours des 24 derniers mois (source : Bloomberg Finance, point mort d'inflation américain, 28 février 2023 | Graphique : Zugerberg Finanz)

En 2022, les prévisions d'inflation négociées en bourse ont fortement augmenté, puis elles ont fortement baissé. Aujourd'hui, elles se stabilisent à un niveau plus bas. Toutefois, la pression inflationniste persiste, bien qu'elle ait nettement diminué dans les secteurs de l'énergie et de l'alimentation. Dans le secteur des services, quelques domaines persistants apparaissent. Des valeurs prévisionnelles d'environ 3 % pour le taux d'inflation aux États-Unis semblent fiables.

En Suisse, l'inflation a nettement augmenté en début d'année (+3.3 % en janvier), alors qu'en décembre, elle s'élevait encore à 2.8 %. Elle devrait également bientôt baisser. En effet, cette hausse est principalement due à la forte augmentation des prix de l'électricité, tels qu'ils sont facturés aux ménages. Le poussif surveillant des prix n'intervient manifestement pas dans cette structure de prix fixée de manière monopolistique. En effet, l'électricité est facturée à un prix bien plus élevé que les coûts effectifs. Dans toute l'Europe, les prix de gros de l'électricité ont atteint leur niveau le plus bas depuis 12 mois et n'évoluent pas nettement au-dessus de la moyenne des années 2017 à 2021. C'est la raison pour laquelle les taux d'inflation baissent également dans la plupart des pays européens.

Il en va de même pour le prix de gros du gaz. Avec 47 euros par mégawattheure, le gaz se négocie à la bourse d'Amsterdam TTF environ 85 % en dessous du niveau de prix de fin août 2022. Au cours des 18 derniers mois, les prix du gaz n'ont été plus bas qu'actuellement

que pendant neuf jours de négoce. Et celui qui souhaite s'assurer une livraison de gaz dans 12 mois peut le faire à un prix de 54 euros, un prix qui n'a pas été aussi bon marché pendant toute l'année dernière. Les entreprises énergétiques suisses sont donc appelées à adapter leurs prix à la baisse. Étant donné qu'elles ne le font pas de leur plein gré, il s'agit de faire pression au niveau local.

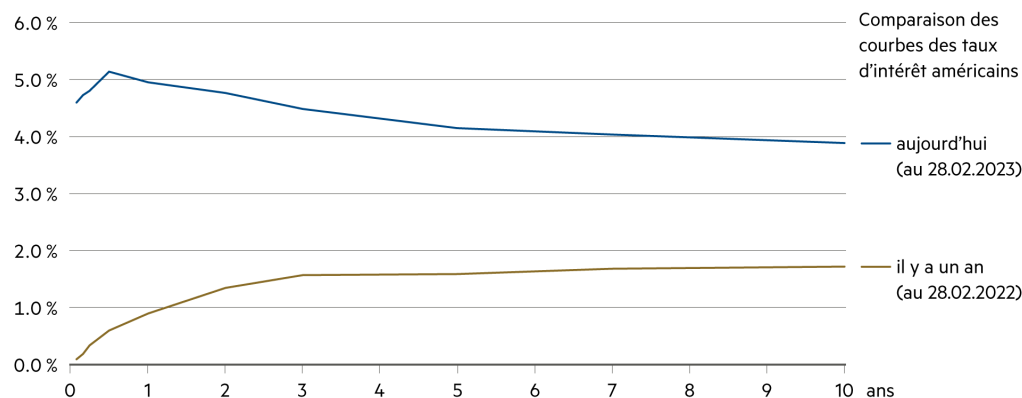
Les prix n'ont pas augmenté partout, loin de là. Les clients de l'approvisionnement de base de BKW, par exemple, paieront en 2023 le même prix qu'en 2022 pour l'énergie et l'utilisation du réseau de BKW. Seule l'augmentation des tarifs de Swissgrid, l'exploitant du réseau national, sera répercutée sur la clientèle. Or l'énergie coûte toujours le même prix à BKW, grâce à l'électricité produite dans ses propres centrales et aux mesures qui y sont prises en termes d'efficacité et de digitalisation.

L'action BKW est 26 % plus chère qu'avant la guerre en Ukraine et a entre-temps atteint un sommet historique. L'entreprise énergétique est habile à tirer profit du contexte actuel. Cela comprend notamment des solutions et des prestations énergétiques individuelles pour une clientèle intelligente, soucieuse de l'efficacité de l'approvisionnement énergétique efficace. BKW souhaite construire la plus grande installation solaire au sol de Suisse sur le côté sud-ouest de la piste de l'aéroport de Berne, et augmenter ainsi la sécurité d'approvisionnement en courant vert (à des prix stables).

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	→	→	Les taux d'intérêt négatifs ont certes disparu, mais les frais mensuels et trimestriels sont restés relativement élevés chez de nombreux prestataires. Il vaut la peine de comparer.
Euro / Franc suisse	→	→↗	L'euro poursuit sa reprise. Avec 0.99, l'euro n'est que 2.5 % plus bas que début mars 2022. Il s'agit d'une faible dépréciation compte tenu des différentiels d'inflation.
Dollar américain / Franc suisse	↘	↘	Suite aux perspectives de hausse des taux directeurs aux États-Unis avec des fonds à court terme rémunérés à 5 %, le dollar s'est apprécié à 0.94 (+1.9 % en 2023).
Euro / Dollar américain	↗	↗	La spéculation sur les taux d'intérêt aux États-Unis (pic des taux directeurs à 5.75 %?) freine la reprise de l'euro (pic des taux directeurs à 3.75 % ou à 4.0 %?).

Obligations

Changements importants de la courbe des taux



La courbe des taux aux États-Unis il y a un an et aujourd'hui (Source : Bloomberg Finance, courbe des taux des obligations du Trésor américain | Graphique : Zugerberg Finanz)

La modification massive de la courbe des taux au cours des 12 derniers mois est illustrée dans le graphique ci-dessus. En dollars, les fonds à court terme sont actuellement rémunérés jusqu'à 5 %. Les emprunts à plus long terme rapportent toutefois nettement moins. Une inversion de la courbe des taux de cette étendue est exceptionnelle. L'inversion devrait néanmoins durer encore quelques trimestres.

La courbe des taux d'intérêt aux États-Unis est fortement inversée, ce qui signifie que les taux à court terme sont nettement plus élevés que les taux à long terme. Cette différence peut aller jusqu'à 100 points de base, mais probablement pas jusqu'à 200 points de base. A un certain moment, la pression à la «normalisation» entre en jeu, ce qui marque le début d'une phase d'aplatissement de la courbe des taux. Cette phase est suivie d'une période qui marque généralement la courbe des taux : les taux d'intérêt sont alors à nouveau plus bas à court terme et plus élevés à long terme.

De nombreux éléments influent sur la courbe des taux. A court terme, il s'agit à coup sûr des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine. Celle-ci souhaite refroidir l'économie en surchauffe pour reporter les taux d'inflation à une moyenne de 2 %. Toutefois, il s'agit rarement d'un processus linéaire, car les mesures de politique monétaire produisent leurs effets avec un décalage important.

De plus, les éléments qui composent l'inflation ne peuvent être transférés d'une zone monétaire à l'autre. Aux États-Unis, il existe de nombreuses composantes insolites de l'inflation que nous ne pouvons guère observer en Suisse. Par exemple, la part élevée des dépenses des ménages américains pour les véhicules d'occasion a eu un effet inflationniste après la pandémie (jusqu'à +1,5 point de pourcentage). Temporairement, les prix ont augmenté jusqu'à 40 % en comparaison avec l'année précédente, car il devenait pratiquement impossible de produire des voitures neuves. Avec l'amélioration de la situation sur le plan des

chaînes d'approvisionnement, les prix des voitures d'occasion ont à nouveau baissé. Toutefois, au cours des trois derniers mois, l'on a de nouveau enregistré une forte hausse, car le nombre typique de véhicules de trois ans des flottes de location n'a pas fonctionné. Comme les activités de location de voitures s'étaient pratiquement arrêtées au printemps 2020, cette «quantité» fait désormais défaut sur le marché des véhicules d'occasion. Cette situation est actuellement la cause d'une augmentation du taux d'inflation américain de 0.4 point de pourcentage.

Un autre élément qui contribue à l'instabilité de la courbe des taux américaine sont les attentes volatiles des investisseurs. Alors qu'en janvier 2023, l'on s'attendait encore à des baisses marquées des taux directeurs pour le second semestre, le balancier semble osciller actuellement vers l'autre extrémité, à savoir vers des hausses exagérées des taux directeurs jusqu'à l'automne 2023.

Cela a bien entendu des conséquences également sur les rendements et les attentes de rendement correspondants. Début février, l'indice mondial des obligations était nettement plus élevé qu'au début de l'année (+4.7 %). Entre-temps, l'indice a fondu d'environ 5 % en raison du mouvement de balancier mentionné ci-dessus : avec -0.2 %, il est pratiquement tombé à un nouveau plus bas annuel fin février. L'indice des obligations protégées contre l'inflation se situe à 0.0 % et l'indice des bons du Trésor américain à -0.7 %.

Le Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB Total Return) se situe tout de même en zone positive depuis le début de l'année avec +0.9 %. Jusqu'à présent, cela a représenté le meilleur rendement des obligations d'entreprises. Comme chacun le sait, nous misons presque exclusivement sur les obligations d'entreprises pour notre clientèle. Depuis le début de l'année, les placements correspondants se situent entre +1.8 % et +2.5 %.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→↗	Les rendements ont flambé. Les obligations d'État à deux ans rapportent 1.3 % (Suisse), 3.1 % (Allemagne) et 4.8 % (Etats-Unis).
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les suppléments de rendement sur les emprunts d'État sont moins intéressants dans le segment des meilleures notations que dans celui des BBB et BB à haut rendement.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Après ajustement du risque, plusieurs obligations hybrides restent de précieux diversificateurs de portefeuille ; dans certains cas, elles sont même plus intéressantes que l'action sous-jacente.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Les obligations d'entreprises restent attractives

1 Aid & Relief	2 Food & Additives	3 Pharma & Healthcare	4 General Manufacturing	5 Industrial Projects	6 Fashion & Retail	7 Automotive Special Logistics	8 Government & Defence
World leading provider of humanitarian logistics to warzones or the developing world with need of Aid & Relief; demand uncorrelated to broader macroeconomic environment	Delivery of shipments of sensitive products while providing quality control e.g. GDP certified along all stages including cold-chains; limited demand correlated to broader macroeconomic environment	Reliable delivery of pharmaceuticals and medical equipment with high quality and security as well as high cold-chain integrity; limited demand correlated to broader macroeconomic environment	Transportation solutions for high value products and spare-parts for global manufacturing companies. Broad portfolio of material suppliers require high degree of customisation	Transportation of over-dimensioned, heavy cargo or turnkey solutions to project sites; benefits from renewable growth. Strong capabilities for projects that require multi-modal solutions, crossing several jurisdictions and locations	Specialist transportation of textiles and apparel, as well as consumer goods, with integrated PO and warehouses. Works with physical retail and e-commerce customers, that meet the specific needs for transparent and on-time deliveries	Transportation of new car models to test facilities or events with high discretion and security. Offers 24/7 coverage for special assignments e.g. transport of display cars to fairs or secret prototypes for testing	Logistics for Danish Defence and NATO; demand uncorrelated to broader macroeconomic environment. Provides specialised solutions to meet stringent security requirements and complex delivery needs

«Aid & Relief» est le segment le plus important pour SGL International (source de l'image : Scan Global Logistics International)

Alors que la plupart des marchés obligataires ont subi des pertes considérables en février, nos obligations d'entreprises ont réussi à bien se stabiliser. Cela vaut aussi bien pour le Credit Opportunities Fund (COF) avec +2.5 % que pour le Zugerberg Income Fund (ZIF) avec +1.8 %. Les deux solutions ont ainsi obtenu un rendement nettement supérieur à celui des placements passifs depuis le début de l'année.

Le motif pour lequel nous sommes en mesure de nous soustraire à la tendance générale du marché réside dans la nature de notre sélection. Nous partons toujours d'entreprises qui font appel au marché des capitaux par le biais d'obligations. Nous vérifions en détail les raisons pour lesquelles une entreprise décide de ne pas s'appuyer sur les crédits plus flexibles de ses propres banques et, lorsqu'il y a combinaison avec des obligations, la manière précise dont ces obligations sont structurées. Cela génère systématiquement de nombreuses réflexions analytiques.

Un exemple du mois de février est l'entreprise Scan Global Logistics, que nous observons depuis de nombreuses années. Souvent, nous connaissons aussi ce genre d'entreprises en raison du fait que nous suivons de près le secteur, qui est actuellement à nouveau confronté à une baisse des prix et des marges. L'analyse disciplinée d'une entreprise comprend toujours une analyse du marché et de la concurrence. En tous les cas, Scan Global Logistics a été rachetée récemment par le fonds phare de private equity de CVC, dont la réputation n'est plus à faire. Pour financer cette transaction, le fonds s'est adressé directement au

marché des capitaux, a remplacé les obligations existantes (2024, 2025), et a émis une nouvelle obligation avec une échéance nettement plus longue (mars 2028) et un rendement attractif. Nous avons repris une tranche importante en euros et l'avons couverte en francs suisses.

Les solutions logistiques globales restent toujours un marché fragmenté, malgré le fait que les exigences soient de plus en plus élevées. Les 20 plus grands prestataires logistiques mondiaux tels que Deutsche Post/DHL Group, Kühne+Nagel, DSV/Panalpina et SGL ne représentent pas plus de 35 % du marché. Ils disposent par conséquent encore de nombreuses possibilités de croissance organique et par acquisitions. Toutefois, il faut faire attention à ne pas miser sur le mauvais cheval.

Certains clients de SGL sont reconnaissables à leurs logos. D'autres n'apparaissent pas beaucoup sur le marché des capitaux. Le Programme alimentaire mondial, par exemple, s'appuie sur la logistique de SGL, comme de nombreux autres clients du secteur «Aid & Relief» de SGL. Cela implique une complexité dans l'exécution de prestations critiques (tolérance zéro envers les retards), que la plupart des concurrents ne sont pas en mesure de fournir. Par conséquent, l'activité correspondante est stable en termes de marges et soumise à une concurrence moindre en termes de prix que les solutions logistiques autour d'un élément de base. D'une manière générale, on peut ajouter que les critères ESG sont profondément ancrés dans l'ADN du groupe de logistique SGL. Cela constitue toujours pour nous un élément d'analyse supplémentaire important avant d'investir dans des obligations.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+1.8 %	+2.5 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-12.0 % (-2.7 %)	+22.8 % (+2.0 %)
Quantité de mois de performance positive :	57 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	248 BP (-8 BP)	617 BP (-250 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 valeurs immobilières souffrent, les infrastructures prospèrent



Terminal de l'aéroport Vinci de Londres Gatwick (source de l'image : stock.adobe.com)

La hausse des taux d'intérêt met à rude épreuve les actions immobilières et les fonds immobiliers. Au cours des 12 derniers mois, le coût du capital pour les emprunteurs a augmenté à un rythme inédit depuis plus de 40 ans. Les dernières données économiques indiquent que les taux d'intérêt resteront probablement plus élevés que prévu encore récemment. Le rapport risque/rendement défavorable pour l'immobilier et les actions immobilières est contrebalancé par l'amélioration des perspectives pour les actions d'infrastructure.

Le Swiss Real Estate Shares Index a terminé les deux premiers mois de l'année 2023 à -0.6 %. Il s'agit de la moyenne de toutes les actions immobilières suisses et comprend les deux fleurons Swiss Prime Site et PSP Swiss Property. Pour ces deux entreprises, les actions que nous avons vendues ces derniers mois sont encore sous pression cette année et se situent environ 20 % en dessous de leur pic de la fin du printemps 2022.

Un autre indice concerne les fonds immobiliers suisses (SWIIT). Après deux mois, celui-ci se situe à +1.5 % et se trouve à présent au même niveau qu'il y a trois ans. Durant les phases de hausse des taux d'intérêt, les investisseurs institutionnels en particulier deviennent prudents en ce qui concerne les nouveaux investissements. Pratiquement tous les fonds immobiliers se montrent aujourd'hui reconnaissants de recevoir de l'argent frais.

A l'étranger, la fuite des fonds immobiliers a parfois pris une telle ampleur que des mesures ont dû être prises pour fermer les fonds et protéger la clientèle restante. Si une quantité trop importante de capital sort en même temps d'un fonds immobilier, celui-ci se voit contraint de vendre rapidement, ce qui peut perturber complètement l'équilibre d'un

marché immobilier instable en cas de crise.

En revanche, un avenir prospère attend nos actions d'infrastructures. Après un excellent départ en janvier, les cours des actions de BKW (+5 %), Veolia et Vinci (+4 % chacune) ainsi que de l'aéroport de Zurich (+3 %) ont augmenté en février.

Veolia propose une gestion optimisée des ressources, développe et fournit des solutions durables à long terme pour la gestion de l'eau, des déchets et de l'énergie. La journée des investisseurs a fait effet de catalyseur pour les actions. Peu d'entreprises sont aussi résolument tournées vers l'avenir que Veolia. Il est de plus en plus possible de produire de l'énergie à partir d'objets d'infrastructure déjà existants dans le domaine du traitement des eaux usées (biogaz) et de l'incinération des ordures ménagères (installations de chauffage à distance). Veolia fait partie des leaders mondiaux de la technologie environnementale et opère donc sur un marché qui aura encore le vent en poupe pendant de nombreuses années. Néanmoins, l'action reste modérément valorisée et offre un rendement sur dividende d'environ 4 %.

Chez Vinci, la confiance est telle que le cours de l'action a atteint un nouveau record historique en février. Le groupe est actif dans la production liée à la construction, le financement, la gestion, l'exploitation et la maintenance d'infrastructures publiques. Son portefeuille va des infrastructures routières et ferroviaires aux aéroports et aux autoroutes, et ce dans 120 pays. Vinci Energies compte parmi les entreprises leaders du marché en Suisse, et il existe en tout 45 aéroports Vinci comme celui de Londres Gatwick. Pour cette entreprise également, le rendement sur dividendes est d'environ 4 %, ce qui est nettement plus élevé que le rendement d'un fonds immobilier suisse.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	→	Pour l'instant, l'âge d'or où l'on ne pouvait guère se tromper en achetant un bien immobilier est révolu. La situation sur le marché a changé.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	Selon CSL, le marché des bureaux dans la zone économique zurichoise représente plus d'un tiers du marché suisse. Malgré des taux d'intérêt plus élevés sur le marché des capitaux, les loyers y baissent.
Fonds immobiliers CH	→	→	Les investisseurs immobiliers devraient rester prudents. De plus en plus de biens immobiliers situés dans des zones B et C arrivent sur le marché à des prix excessifs.
Infrastructures	↗	↗	Nos actions d'infrastructures affichent de très bonnes performances depuis le début de l'année : Flughafen Zürich (+19 %), Veolia (+18 %) et Vinci (+16 %) sont les leaders.

Actions

Pas de tendance directionnelle claire en février

Le Swiss Market Index a reculé de 1.7 % en février pour atteindre +3.4% depuis le début de l'année. Le recul des actions américaines a été plus important. Le Dow Jones a perdu 4.2 %, l'indice phare S&P500 (-2.6 %) et l'indice technologique Nasdaq (-1.1 %) ont également reculé. En revanche, de nombreux marchés d'actions européens ont progressé, moins nettement en Allemagne (+1.6 %) qu'en France (+2.6%). L'indice large Stoxx Europe 600 (+1.7 % à +8.8 % depuis le début de l'année) a également progressé.

Au cours des deux premiers mois, notre sélection a connu une évolution exceptionnelle et nous avons nettement surperformé les indices correspondants. Nous considérons les marchés américains comme surévalués de manière générale et n'y sommes engagés qu'avec un petit nombre d'entreprises sélectionnées. Nous restons convaincus que le rapport risque/rendement sur les marchés d'actions européens continuera à être plus avantageux.

Cela s'explique d'une part par la reprise économique du sud de l'Europe, et d'autre part, par la forte croissance en Asie qui influence davantage l'économie européenne orientée sur les exportations que l'économie américaine orientée sur son marché intérieur. La confiance des consommateurs américains a baissé en février en raison des inquiétudes entourant les perspectives d'emploi, les revenus et les conditions des affaires. Dans le même temps, les prix de l'immobilier américain ont baissé pour le sixième mois consécutif et les bons du Trésor américain offrent des rendements relativement plus intéressants que les actions américaines.

La situation se présente sous un jour différent en Europe. Ici, les courbes des taux d'intérêt ne sont pas inversées et les taux directeurs ne connaîtront jamais le même niveau qu'aux États-Unis. Les échanges économiques ont lieu de manière intensive et les taux d'inflation sont de plus en plus modérés. L'Inde évolue favorablement et l'économie chinoise, en particulier, montre des signes d'une reprise plus forte après la levée des restrictions Covid. L'industrie manufacturière a enregistré sa plus forte hausse depuis plus de dix ans, le secteur des services a progressé et le marché immobilier s'est stabilisé. Les chiffres PMI viennent compléter d'autres signes de reprise économique, ce qui se

reflète positivement dans les anticipations de nombreuses entreprises européennes.

Dans ce contexte, il semble logique que les entreprises européennes connaissent une évolution positive. Dans le secteur de la construction, nous observons nos entreprises préférées comme Saint Gobain (+23 % depuis le début de l'année), Holcim (+21 %) et Sika (+19 %) sur un chemin de croissance structurellement intéressant qui génère des marges. Il en va de même pour la marque haut de gamme Mercedes-Benz (+18 %), qui s'apprête à franchir encore de nombreuses étapes de développement intéressantes.

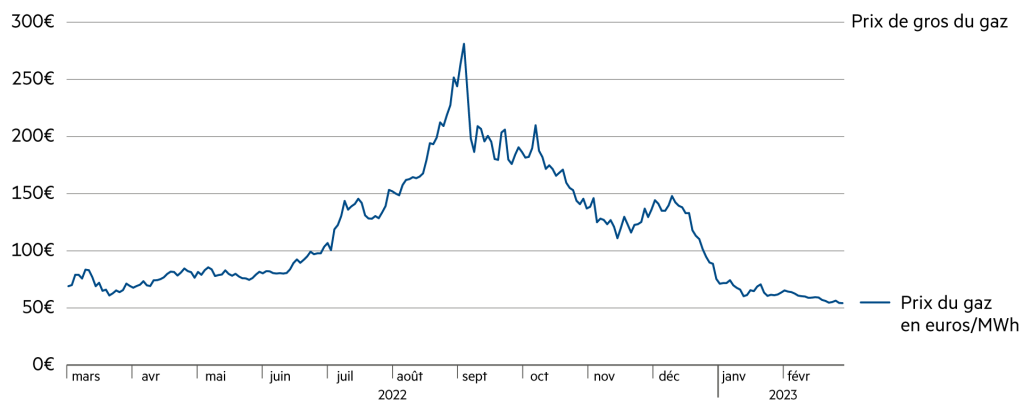
Les perspectives de Swiss Life continuent à être réjouissantes. L'entreprise a de nouveau présenté un bilan annuel solide. Les activités Fee ont connu une nette amélioration (+13 % au cours d'une année économiquement compliquée, +47 % dans l'Asset Management pour les clients tiers!) et continueront à être fortement développées. Swiss Life est le plus grand investisseur immobilier en Europe, et les connaissances et l'expérience qui en découlent en font un partenaire commercial passionnant. L'année dernière, l'action s'est retrouvée sous pression, car les analystes s'attendaient à un effondrement du secteur immobilier européen. Cette crainte s'est avérée infondée. Nous avons maintenu notre position et bénéficions avec la clientèle d'une forte augmentation du dividende, qui est passé de 25 francs à 30 francs par action (rendement : 5.1 %).

Le plus grand investisseur d'Europe est entre-temps devenu client de Swiss Life. Le fonds souverain norvégien NBIM a récemment réalisé deux transactions avec Swiss Life : d'une part, un immeuble de bureaux de 11'000 m² situé sur le célèbre boulevard Haussman, au centre de Paris. Il existe un deuxième objet immobilier dans lequel NBIM et Swiss Life investissent ensemble : VoltAir, à Berlin-Alexanderplatz, pour un montant de 457 millions d'euros. Il s'agit également d'un objet intéressant. Ces deux transactions confirment la position exceptionnelle de Swiss Life sur le marché immobilier européen, position qui va encore se renforcer et qui permettra à l'entreprise de s'établir en tant que composante standard à long terme de nos portefeuilles.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Jusqu'ici, les poids lourds du SMI, Nestlé (-1 % à fin février), Roche (-6 %) et Novartis (-5 %), connaissent cette année une évolution décevante.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	En février, les actions européennes ont nettement élargi leur surperformance par rapport aux actions américaines. Les actions américaines restent surévaluées, les actions européennes sous-évaluées.
Actions Etats-Unis	↔↗	↗	L'indice phare S&P500 risque de connaître un nouveau mauvais millésime. Toutefois, les «small & mid caps» américaines nous semblent encore plus vulnérables.
Actions Pays émergents	↗	↗	En février, le MSCI Emerging Markets, l'indice le plus large des marchés émergents, a perdu son rendement de janvier et a terminé le mois pratiquement au même niveau qu'en début d'année.

Placements alternatifs

Les prix du gaz sont en baisse



Prix de gros du gaz au cours des 12 derniers mois (source : Netherlands TTF Gas Forward 1 Year, Amsterdam | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'événement clé de l'hiver qui s'achève en Europe est la baisse massive des prix du gaz et de l'électricité. Il y a six mois, une évolution de cette ampleur était encore impensable. Soudainement, les entreprises sont contraintes de revoir leur copie, car sur le marché spot, elles obtiennent de l'énergie à un prix qui n'a jamais été aussi bas au cours des douze derniers mois.

Depuis trois mois, les prix du pétrole brut évoluent latéralement autour de 83 dollars. C'est 35 % de moins qu'à la mi-mars 2022, et donc une composante désinflationniste importante qui fera baisser les taux d'inflation en Europe au cours des prochains mois.

Dernièrement, les négociants en pétrole ont craint un déluge d'indicateurs macroéconomiques. La crainte de nouvelles mesures de politique monétaire des banques centrales pour lutter contre l'inflation maintient tous les marchés à risque sur la défensive. Compte tenu des signes d'une augmentation de la demande de pétrole brut en Asie et des spéculations sur de nouvelles réductions de la production russe, la stabilité des prix est d'autant plus étonnante.

Les cotations du gaz en Europe sont basses. Avec environ 53 euros par mégawattheure (pendant la deuxième moitié du mois d'août 2022, on payait jusqu'à près de 300 euros), les prix sur la plateforme de gros TTF sont pratiquement tombés à la moyenne mensuelle la plus basse

des douze derniers mois. Des évolutions similaires peuvent être identifiées pour les prix de gros de l'électricité. Sur les marchés mondiaux du gaz, l'incertitude restera probablement élevée jusqu'à l'été 2023.

La concurrence pour le gaz naturel liquéfié («GNL») pourrait s'intensifier en 2023 si la demande de la Chine pour ce gaz augmente du fait de sa reprise économique. L'Europe continuera à avoir besoin d'apports plus importants de GNL pour équilibrer son marché du gaz, malgré la baisse probable de la demande. Le niveau de production d'énergie nucléaire en France (dont 44 des 56 centrales nucléaires sont désormais à nouveau en service), au Japon et en Corée du Sud jouera un rôle important sur le marché mondial de l'énergie en 2023.

Douze ans après l'une des pires catastrophes nucléaires de l'histoire, qui a ébranlé le Japon et mobilisé l'opinion publique contre l'énergie atomique, une crise énergétique mondiale encourage le pays à remettre ses réacteurs en service. Face à l'augmentation des coûts de chauffage cet hiver et à la mise en service de nombreux climatiseurs au cours d'un été étouffant où l'on craignait des coupures de courant, de plus en plus de Japonais réfléchissent aux avantages d'une énergie bon marché et stable. Même certaines personnes vivant à proximité des centrales nucléaires font abstraction de leur peur d'une nouvelle catastrophe radioactive.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→↗	↗	Vers la fin février 2023, l'indice Bloomberg Commodity a atteint son point le plus bas des 12 derniers mois, 23 % en dessous de son plus haut de 12 mois.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	L'or a perdu 5 % en février (1'826 dollars/once d'or fin). La baisse des stocks des principaux ETF sur l'or renforce l'attitude hésitante des investisseurs.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Les risques liés à l'assurance restent intéressants. C'est également pour ce motif que le cours de Swiss Re a augmenté de plus de 40 % depuis la mi-octobre 2022.
Private Equity	→↗	↗	Les fonds de private equity cotés ont déjà nettement progressé en 2023, par exemple Mutares (+13 %), Princess Private Equity (+14 %) et HBM (+9 %).

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)	Performance annuelle (en CHF)					
		28.02.2023	02/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Actions							
SMI	CHF	11'098.4	-1.7%	+3.4%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'303.5	-1.3%	+4.1%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'365.1	+1.3%	+11.1%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'267.9	+2.3%	+13.0%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	27'478.4	+3.0%	+16.7%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'876.3	+1.6%	+7.5%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'238.4	+1.5%	+12.5%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	32'656.7	-2.1%	+0.2%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	3'970.2	-0.5%	+5.1%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	11'455.5	+1.0%	+11.3%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	27'445.6	-1.6%	+3.2%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	58'962.1	+0.1%	-1.4%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'714.6	-0.4%	+6.0%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	964.0	-4.5%	+2.5%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.0	-1.6%	-0.1%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	177.3	-2.8%	+0.2%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	317.6	-1.7%	+1.7%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	254.5	-2.5%	+0.2%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	161.8	-1.6%	+1.4%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	141.6	-2.7%	-0.6%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	172.9	-2.4%	-0.2%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	173.5	-0.7%	+0.9%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	182.0	-3.6%	-0.1%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	550.1	-1.6%	+1.7%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	156.2	-1.6%	+0.5%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	268.8	-0.2%	+2.8%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	55'340.6	-2.6%	0.0%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	106.2	-3.0%	-4.3%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'276.4	+2.0%	+2.5%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'384.9	+1.7%	+2.9%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.9422	+2.8%	+1.9%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9965	+0.1%	+0.7%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.6919	-1.7%	-1.9%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1327	+0.4%	+1.3%	-9.3%	+1.9%	-5.7%

Toutes les données publiées ici sont transmises à titre d'information uniquement et n'ont pas valeur de conseil ou recommandation en matière de placement ou autre. La présente publication est fondée sur des sources accessibles au public, que nous considérons comme fiables et valables. Nous déclinons toute responsabilité quant à l'exactitude et / ou l'intégrité des informations communiquées. Cette publication s'adresse exclusivement aux clients / intéressés établis en Suisse, et les informations légales figurant dans les mentions légales sur le site www.zugerberg-finanz.ch s'appliquent. Evolution des valeurs d'après un portefeuille modèle. Du fait de la gestion active, la structure effective de chaque dépôt et l'évolution des valeurs qui en découle peuvent s'en écarter et dépendent de la date et du montant de l'investissement. Cela vaut en particulier durant la première année d'investissement, dû à la pénétration échelonnée sur le marché. Seule l'évolution effective des valeurs d'après l'extrait de compte / de dépôt de la banque dépositaire ou de la fondation est véritablement valide. 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 28/02/2023 ; données économiques au 28/02/2023 ; pronostics économiques au 28/02/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.