

Cerisiers en fleur à Zoug (photo: Andreas Busslinger)

## Moins de pression sur les prix au printemps

L'inflation connaît actuellement un net recul, et la pression sur les prix dans le domaine de l'énergie et des matières premières s'est envolée. Les frais de transport ont chuté et les chaînes de livraison sont rétablies. Naturellement, les entreprises s'efforcent en permanence d'optimiser un maximum de coûts possibles en prenant des mesures destinées à augmenter l'efficacité et la productivité. Seules celles qui disposent d'un pouvoir de fixation des prix et de marques fortes peuvent augmenter les prix sans porter atteinte à la demande. Cette approche est également confirmée par Paul Bulcke, président du conseil d'administration de Nestlé, groupe leader dans le monde en matière d'alimentation. En effet, ces derniers mois, une partie considérable des augmentations des coûts des matières premières, de l'énergie, des emballages et des transports ont été répercutées. Dans une perspective d'avenir, le dirigeant ajoute cependant : «un effort supplémentaire sera nécessaire cette année». La pression sur les prix s'est relâchée progressivement.

Cela est également lié au coût de l'énergie, qui peut représenter jusqu'à 10 % du coût total selon le panier de biens et de services. Avec l'accal-

mie de la crise de l'énergie, les prix ont baissé par rapport au même mois de l'année précédente, et ont même diminué de moitié en moyenne par rapport à leurs valeurs maximales de l'été 2022. C'est pourquoi Coop et Migros tablent également sur la stabilité des prix à partir de la moitié de l'année. Ce mouvement de stabilisation se fait également ressentir dans le secteur de l'industrie, raison pour laquelle l'indice du climat des affaires a connu en mars une embellie sensible dans tous les secteurs clés.

Cette tendance est constatée dans toute l'Europe. Entre-temps, le climat de consommation s'est amélioré pour le sixième mois consécutif. L'embellie des perspectives sur le plan des revenus engendre progressivement une reprise durable de la demande intérieure. L'industrie d'exportation voit elle aussi une reprise timide se profiler à l'horizon, ce qui est source pour elle d'espairs hésitants. Comme le montrent les sondages de l'ifo, les prévisions d'exportation ont connu une légère amélioration en mars.

## Un premier trimestre 2023 positif

Après un mois de janvier robuste, les mois de février et de mars ont montré leur côté volatile, même si le premier trimestre s'est finalement achevé sur une note positive. Le Swiss Market Index (SMI), lié aux actions, a clôturé à +3.5 %; par rapport au début de l'année, le Swiss Bond Index (SBI), lié aux obligations, était également en hausse de +1.4 % très récemment.

Cela a permis au portefeuille équilibré d'augmenter au premier trimestre et de générer un rendement positif (Revo2 +4.2 %, Revo3 +5.1 %). Les portefeuilles comprenant une part plus élevée en actions (par exemple, stratégie de dividendes : +8 % depuis le début de l'année) affichent des résultats encore supérieurs. Cela est imputable au fait que nous avons surperformé le SMI avec notre sélection en actions. La part

d'actions reste neutre. La consommation a souffert du niveau élevé des prix. Pourtant, avec les dernières augmentations de salaires et la détente perceptible sur le plan des prix, les actions et les obligations d'entreprises redevennent plus attractives, de même que les titres d'infrastructures.

En ce qui concerne les taux de change, les fluctuations sont restées modérées au premier trimestre. L'euro a progressé de 1.3 % par rapport au dollar (à 1.08) et de 0.3 % par rapport au franc suisse (à 0.99). Le dollar a perdu 1.0 % par rapport au franc et s'échangeait dernièrement à 0.91. Dans la perspective du deuxième trimestre, des fluctuations sont à prévoir.

Stratégies sur la base des titres individuels

Performance des stratégies\*

	Mars 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-0.5% ↓	+2.6% ↑
Zugerberg Finanz R2	-1.0% ↓	+3.9% ↑
Zugerberg Finanz R3	-1.1% ↓	+4.8% ↑
Zugerberg Finanz R4	-0.7% ↓	+5.6% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.6% ↓	+4.6% ↑
Zugerberg Finanz RDividendes	-0.2% ↓	+7.9% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.9% ↓	+2.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-0.8% ↓	+4.2% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-0.8% ↓	+5.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-0.8% ↓	+5.9% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-0.6% ↓	+6.8% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-1.7% ↓	+8.0% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-1.9% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-2.2% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-2.2% ↓	+4.3% ↑

Zugerberg Finanz Libre passage

Performance des stratégies\*

	Mars 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.3% ↓	+1.5% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-0.5% ↓	+2.1% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-0.8% ↓	+2.9% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-0.8% ↓	+3.7% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-0.7% ↓	+4.6% ↑

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

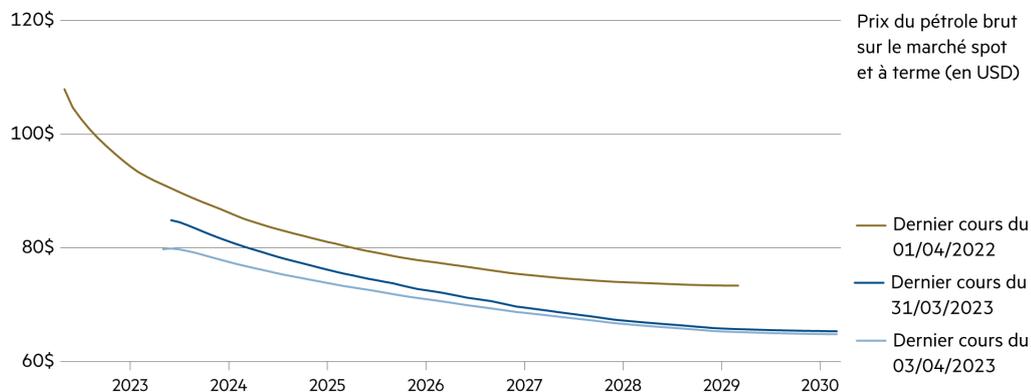
Performance des stratégies\*

	Mars 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.9% ↓	+2.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.8% ↓	+4.2% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-0.8% ↓	+5.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-0.8% ↓	+5.9% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-0.6% ↓	+6.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-1.7% ↓	+8.0% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-1.9% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-2.2% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-2.2% ↓	+4.3% ↑

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

Macroéconomie

## Une nouvelle menace macroéconomique ?



Prix du pétrole brut sur le marché spot et à terme (Source : Bloomberg Finance, contrats à terme pour 1 baril de pétrole brut de type Brent | Graphique : Zugerberg Finanz)

**La croissance de l'économie mondiale est perceptible. Néanmoins, les prix de l'énergie ont fortement baissé, ce qui signifie que le cartel pétrolier dispose d'un pouvoir limité de fixation des prix. Comme on l'a vu début avril, celui-ci fonctionne à court terme, mais à plus long terme, les signes de baisse des prix du pétrole brut et du gaz restent inchangés, même sur les marchés à terme. C'est pourquoi nous ne considérons pas que la réduction de l'offre annoncée soit inquiétante.**

D'une manière générale, il est passionnant de constater que non seulement les prévisions macroéconomiques, mais également les prévisions de bénéfices des entreprises européennes sont actuellement revues à la hausse. En particulier dans les secteurs très gourmands en énergie, les estimations de bénéfices sont à la hausse, par exemple pour les compagnies aériennes. Étant donné que le dollar pondéré par les échanges commerciaux a perdu environ 8 % depuis octobre, les prix des biens (p. ex. le pétrole brut) et des services (p. ex. les taux de fret) négociés en dollars ont évolué de manière particulièrement avantageuse pour l'Europe.

Contrairement aux craintes qui subsistaient encore à l'automne 2022 après le choc des prix de l'énergie où l'on redoutait en particulier une pénurie de gaz, la Suisse, la zone euro et la Grande-Bretagne ont évité une véritable récession. Pourtant, la hausse importante des prix de l'énergie et l'inflation toujours trop élevée ont affecté la consommation privée et ont mis les entreprises à rude épreuve. Le commerce extérieur n'a pas non plus insufflé beaucoup d'élan, raison pour laquelle il n'est pas étonnant que les actions européennes se soient négociées jusqu'à fin 2022 à des niveaux de récession. Désormais, un revirement de situation se dessine pour le printemps 2023, et l'on table également sur des

chiffres de croissance positifs pour l'année 2024. Par conséquent, les perspectives pour les entreprises et leurs actions se sont à nouveau éclaircies.

En revanche, aux États-Unis une stagnation est en vue pour les bénéfices des entreprises, voire un léger recul dans certains cas. Les réductions de la production des pays exportateurs de pétrole OPEP+, qui fournissent environ 40 % du marché mondial, annoncées au début du mois, ne constituent pas vraiment une surprise. Les pays de l'OPEP+ se font du souci pour leurs revenus et s'emploient à faire grimper les prix de l'énergie. Même s'ils y parviendront dans une certaine mesure, ils ne feront toutefois qu'accélérer ainsi la transition vers des sources d'énergie renouvelables. C'est pourquoi il est probable que le cartel pétrolier, qui opère en étroite collaboration avec l'Arabie saoudite et la Russie, est peut-être mal conseillé en ce qui concerne les signaux envoyés par les réductions de production.

En mars, le pétrole brut est tombé à son plus bas niveau depuis 15 mois. Un chiffre à tout le moins insuffisant pour financer la transformation de l'Arabie saoudite en un hot spot touristique et un hub logistique et commercial mondial, qui coûterait plusieurs milliards. En tous les cas, le marché ne se laisse pas perturber par la récente nouvelle de la réduction de la production. Comme on peut le voir dans le graphique ci-dessus, la «backwardation» se poursuit : si, à court terme, les prix ont probablement augmenté de quelques points de pourcentage début avril par rapport à fin mars, en même temps, aucun changement n'est en vue pour les contrats à long terme, et les prix actuels restent bien plus bas qu'il y a une année.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Après une croissance du PIB de +2.2 % (2022), le marché du travail continue à se montrer robuste. Le PIB réel devrait augmenter d'au moins 1.0 % cette année.
Zone euro, Europe	↗	↗	Les prévisions de la Banque centrale européenne (BCE) concernant le PIB réel augmentent de manière substantielle, passant de 1.0 % (en 2023) à 1.6 % (en 2024 et 2025).
Etats-Unis	→	↗	Après un mois de janvier record, l'économie nationale a terminé le premier trimestre sur une forte croissance. Le PIB devrait également progresser au deuxième trimestre.
Reste du monde	↗	↗	Actuellement, c'est l'espace économique asiatique, avec la Chine et l'Inde, qui affiche les plus forts taux de croissance du PIB mondial en 2023.

Liquidités, devises

## Où va le dollar ?



Taux de change USD/CHF depuis l'an 2000 (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Rien n'est plus difficile que de faire des prévisions de change pour les prochains mois. Alors que les évolutions à long terme semblent possibles à prévoir avec un degré de précision raisonnable sur la base des différences d'inflation et les bilans de performance courants, les fluctuations à court terme ne semblent pas pouvoir faire l'objet de prévisions solides. Toutefois, un affaiblissement se dessine du côté du dollar, qui se dirige vers moins de 0.90 franc pour un dollar.**

Selon Martin Schlegel, membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse (BNS), la BNS est allée jusqu'au bout de ses possibilités en accordant une aide de plusieurs milliards de liquidités au Credit Suisse. Une aide en liquidités protégée par un privilège en cas de faillite constitue et reste un phénomène exceptionnel. Toutefois, il était nécessaire d'agir dès lors qu'il s'est avéré que la banque allait avoir des problèmes de liquidités. La BNS et le gouvernement suisse ont soutenu l'action de sauvetage avec un montant allant jusqu'à 260 milliards de francs d'aides en liquidités et garanties, et se font également très bien

rémunérer pour cette aide.

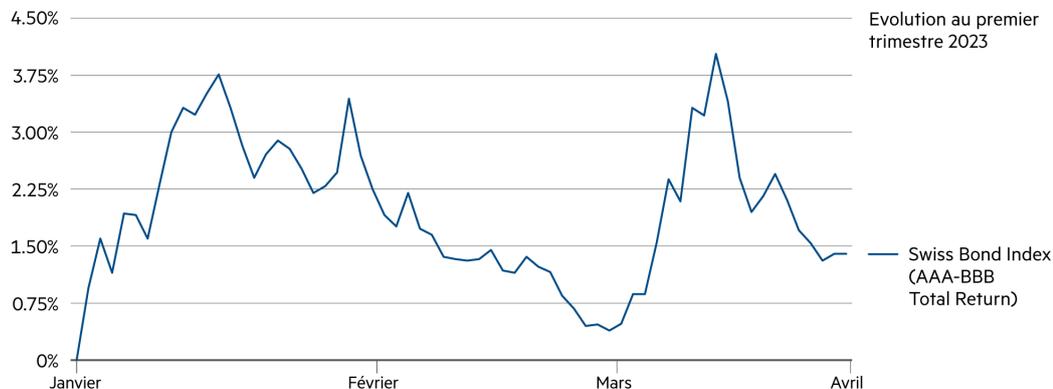
L'incertitude engendrée par l'octroi de ces aides en liquidités s'est répandue sur les marchés obligataires habituellement calmes. Ces derniers temps, les marchés obligataires ont connu des turbulences comme rarement auparavant. Ainsi, le rendement des obligations d'État américaines à deux ans a atteint 5.07 % le 8 mars. La politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed), telle qu'elle est perçue par le marché, indiquait une fourchette de taux directeurs de 5.50 % à 5.75 % fin 2023. Entre-temps, les attentes sont tombées à 4.0 % – 4.25 % pour fin janvier 2024. De tels changements prévisionnels sur un arc temporel de trois semaines sont extrêmement rares.

Mais surtout, de telles attentes présupposent une profonde récession. Il est intéressant de constater que les ratios cours/bénéfices prospectifs ne sont pas tombés à des niveaux de récession, ni dans le S&P500 ni dans un autre benchmark large. Les spreads obligataires ne sont pas non plus en récession.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	→	→	La situation commence à bouger dans le domaine des comptes d'épargne, car les placements sur le marché monétaire offrent de meilleurs rendements, mais toujours moins que l'inflation.
Euro / Franc suisse	→	→↗	La stabilité de l'euro au cours des six derniers mois est remarquable. Le cours évolue latéralement entre 0.98 et 1.01 de manière stable.
Dollar américain / Franc suisse	↘	↘	Le dollar connaît des mouvements nettement plus importants et s'échangeait encore à 1.02 il y a cinq mois. Désormais, le taux de change est inférieur à 0.92 (environ 10 % de moins).
Euro / Dollar américain	↗	↗	La principale paire de devises se situe pratiquement au même niveau qu'il y a un an, à 1.08/1.09.

Obligations

## Importantes fluctuations pour les obligations



Le Swiss Bond Index au premier trimestre 2023 (Source : Bloomberg Finance, variation de l'indice par rapport au 30/12/2022 | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Au premier trimestre, l'évolution du Swiss Bond Index (SBI) a été exceptionnellement volatile. Jusqu'à la mi-janvier, l'indice a augmenté en raison des perspectives de rendement élevées en début d'année. Jusqu'au 6 mars, le SBI a perdu la quasi-totalité de ses gains de cours, car un niveau de taux d'intérêt durablement élevé semblait adapté au renforcement de l'économie. Ensuite, il s'est envolé à +4.0 % face aux craintes de crise bancaire. Après que les nuages les plus sombres se soient dissipés, le SBI est retombé à +1.4 % depuis le début de l'année.**

Ce que personne n'avait prévu en début d'année s'est produit dès le premier trimestre 2023 : une baisse des rendements à l'extrémité longue de la courbe des taux. Aux États-Unis, les obligations d'État de référence à dix ans ne rapportent plus que 3.5 %, contre 3.9 % en début d'année (-40 points de base). En Allemagne, le rendement obligataire correspondant a baissé d'environ 20 points de base, à 2.3 %, et en Italie d'environ 45 points de base, à 3.7 %.

En Suisse, le rendement a baissé de 40 points de base, comme aux États-Unis. Les obligations d'État à dix ans ne rapportent actuellement plus que 1.1 %. Cela s'est traduit par une augmentation nette du SBI de 1.4 % au premier trimestre. Toutefois, ceux qui pensent que les crédits hypothécaires à long terme redeviennent immédiatement attractifs se trompent. En Suisse, la plupart des prestataires demandent entre 2.5 % et 3.0 % pour une hypothèque à taux fixe de premier rang sur dix ans auprès de bons débiteurs. Cela montre à quel point les opérations sur les écarts de taux sont devenues attractives.

L'extrémité courte de la courbe des taux permet également de faire des observations rares, car l'opinion du marché diverge fortement de celle des banques centrales. Nous considérons que le marché obligataire fait l'objet d'une évaluation erronée en raison de réactions excessives pour

2023. Sur les marchés obligataires, de nombreux investisseurs semblent avoir perdu de vue les données macroéconomiques en raison du stress qui règne dans le secteur bancaire, ce qui a engendré une mauvaise évaluation. Aux États-Unis, où les changements de politique monétaire se produisent souvent en premier, les investisseurs tablent désormais sur un assouplissement monétaire d'environ 60 points de base d'ici fin 2023, et un assouplissement cumulé de 170 points de base d'ici fin 2024. L'ensemble des données conjoncturelles sont supérieures aux attentes et la plupart des données macroéconomiques importantes (par exemple, marchés de l'emploi, indices PMI mondiaux) continuent à pointer vers une croissance de l'économie mondiale.

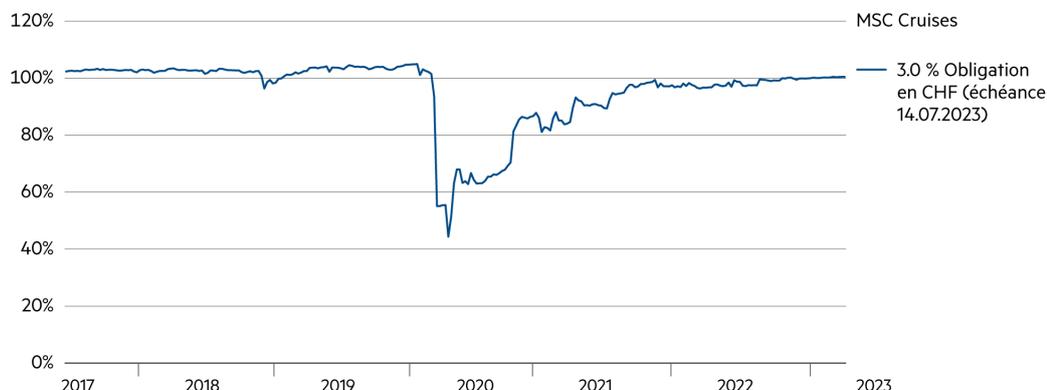
Pour des raisons spécifiques à chaque pays, une série de banques centrales ont ralenti le rythme de leurs hausses de taux. On savait déjà tout cela en début d'année. Cependant, une faible augmentation ou une pause ne sont pas pour autant synonymes de baisse. La Fed n'envoie clairement aucun signal d'assouplissement cette année. La trajectoire de la politique monétaire de la Fed, telle qu'elle est perçue par le marché, est totalement opposée à celle de la Fed. Par conséquent, le marché s'engage dans une lutte avec la plus grande banque centrale. Selon cette perception, les taux directeurs américains tomberont en 2024 en dessous des taux de la BCE et de la Banque d'Angleterre, ce qui signifierait que le dollar américain pondéré par les échanges commerciaux serait soumis à une pression massive.

Nous suivons le principe «Don't fight the Fed» et ne rejoignons pas les spéculations sur une baisse des taux directeurs en 2023. Néanmoins, nous sommes toujours conscients de la probabilité accrue d'une dévaluation du dollar, qui aurait pour effet d'accélérer la tendance désinflationniste mondiale.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→↗	Les courbes des taux restent inversées, ce qui signifie que les rendements sont plus élevés à court terme qu'à long terme. Entre 5 et 30 ans, de nombreuses courbes sont plates.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les suppléments de rendement sur les obligations d'État continuent à rester moins intéressants dans le segment des meilleures notations que dans celui des BBB et BB à haut rendement.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Les obligations hybrides (et les actions) d'assureurs particulièrement solides offrent une bonne opportunité d'investir dans une qualité élevée à des niveaux plutôt faibles.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

## Le Zugerberg Income Fund sur le chemin de la reprise



Évolution du cours de l'obligation 3.0 % CHF de MSC Cruises, échéance au 14 juillet 2023 (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Le volatile mois de mars a laissé des traces importantes sur la plupart des marchés obligataires. Alors que les obligations d'entreprises à solvabilité élevée ont été en mesure de bien maîtriser les incertitudes sur les marchés, les obligations de moindre qualité ont durement souffert. C'est pourquoi le Credit Opportunities Fund a dû essuyer une perte et se situe 0.8 % en dessous de son niveau du début de l'année. Le Zugerberg Income Fund s'est un peu mieux comporté que le SBI, avec +1.6 % depuis le début de l'année.**

Sur une période plus longue, nous nous sentons à l'aise avec les obligations d'entreprises. Lors de leur émission, elles sont mises sur le marché avec une prime de risque (appelée «spread») par rapport aux obligations d'État. Ces spreads sont susceptibles de varier en fonction du secteur, de la notation, de la sécurité et du rang dans le bilan. Au bout du compte, c'est l'appétit pour le risque des investisseurs qui est déterminant. Si une crise se profile à l'horizon, les spreads augmentent, et si le secteur connaît une reprise, les spreads se compriment à nouveau.

Au cours de la dernière semaine de mars, la société Allreal a émis une obligation «verte» à cinq ans. L'entreprise immobilière et générale suisse, dont le siège juridique se trouve à Baar, dans le canton de Zoug, et le siège opérationnel à Glattpark, dans le canton de Zurich, se caractérise par une croissance disciplinée et conforme à la stratégie adoptée. Néanmoins, il n'a pas été facile pour elle de placer son obligation. Il a finalement fallu proposer un coupon de 3.0 %, soit un imposant supplément de rendement de 194 points de base par rapport à un emprunt de la Confédération comparable.

Comme chacun le sait, nous investissons presque exclusivement au

moyen d'obligations d'entreprises pour notre clientèle. Les placements correspondants sont soumis à des fluctuations. Pendant les périodes de creux économique ou d'angoisses des investisseurs, le Credit Opportunities Fund (COF) est typiquement plus affecté. En revanche, il se caractérise par des spreads plus élevés qui, sur l'ensemble d'un cycle conjoncturel, génèrent un rendement supérieur à celui du Swiss Bond Index. Depuis que nous avons lancé ce fonds il y a plus de dix ans, il a rapporté environ 1.8 % net de plus que le SBI.

On connaîtra typiquement moins de fluctuations avec le Zugerberg Income Fund (ZIF), comme l'illustre parfaitement le premier trimestre 2023. Dans ce fonds, la part d'obligations bien notées est nettement plus élevée. Si les perspectives de rendement s'en trouvent certes réduites, cela est toutefois source d'une plus grande stabilité structurelle de l'ensemble du portefeuille. Au premier trimestre, le ZIF a légèrement dépassé le SBI et assuré une performance globale de +1.6 %.

Le ZIF et le COF ont connu plusieurs changements mineurs, tout en conservant chacun leurs spécificités propres. Le graphique ci-dessus illustre de manière exemplaire la patience qui est nécessaire sur le marché des obligations. L'obligation de la compagnie de croisières genevoise MSC Cruises arrive prochainement à échéance. Son cours s'était effondré après l'éruption de la pandémie de coronavirus au printemps 2020. Or, son redressement a nécessité plus de deux ans. Certaines obligations ont été mises sous pression par les fortes hausses des taux directeurs en 2022. Dans ce cas également, il s'agit de faire preuve de patience. Nous restons fermement convaincus de la capacité de redressement des deux portefeuilles.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+1.5 %	-0.9 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-12.5 % (-2.7 %)	+18.8 % (+1.8 %)
Quantité de mois de performance positive :	54 %	66 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	276 PB (+28 PB)	711 PB (+94 PB)
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

## De bonnes perspectives pour les actions d'infrastructures

En ce qui concerne les actions immobilières, nous nous sommes temporairement retirés des activités du marché. En revanche, nous restons investis dans plusieurs fournisseurs d'infrastructures de premier plan, qui disposent de modèles d'affaires, de portées géographiques et de sources de revenus différentes, ce qui contribue à la diversification du portefeuille. Toutefois, tous ont en commun de se trouver sur un chemin de croissance qui durera encore au moins une décennie.

Au sein des fonds de libre passage, nous détenons des biens immobiliers sous la forme de fondations de placement. Contrairement aux actions immobilières cotées en bourse, celles-ci se caractérisent par une évolution des cours moins fluctuante. Les revenus locatifs des fondations de placement sont exonérés d'impôts, raison pour laquelle les parts des fondations ne peuvent être détenues que par des caisses de pension et des fondations de libre passage, ce qui constitue une spécialité du marché suisse des capitaux. En moyenne, nous tablons sur une croissance annuelle d'environ 4 % (net).

En raison des fluctuations des actions immobilières cotées, nous avons provisoirement pris congé de ce segment dans le contexte défavorable de hausse des taux d'intérêt, de crainte croissante de baisse des prix de l'immobilier et d'exigences accrues en matière de protection de l'environnement. Afin de disposer d'une marge de manœuvre supplémentaire, nous nous sommes en outre séparés avec profit de Vinci, le prospère gestionnaire d'infrastructures. Par conséquent, il reste quatre piliers centraux présents dans de nombreuses stratégies, qui réalisent leur création de valeur pour l'essentiel avec la gestion de leur infrastructure ainsi que des secteurs d'activité complémentaires.

**Veolia Environnement (+18 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2023)** : l'entreprise, fondée à Paris en 1853 par l'empereur Napoléon III, est désormais un leader mondial des services environnementaux. L'action se trouve à son plus haut niveau annuel. Les prévisions de bénéfices ont récemment augmenté, car les activités de concession résilientes et protégées contre l'inflation, conjuguées à des prévisions de croissance plus élevées, contribuent à donner le vent en poupe sur le plan opérationnel dans le secteur. Les plus belles années sont encore à venir pour les actionnaires de Veolia.

**Flughafen Zürich (+17 %)** : l'entreprise gérée en concession est clairement réglementée et donne également à l'exploitant de l'aéroport la possibilité d'intégrer en temps réel le renchérissement dans les modifications des taxes. En février 2023, le volume de passagers était déjà revenu à 85.2 % du niveau d'avant la pandémie. Il existe de bonnes perspectives pour que cette reprise dynamique se poursuive dans les mois à venir. Les activités commerciales liées au secteur des vols ont connu une croissance supérieure à la moyenne et se situaient en février à 96.9 % du niveau de 2019. Le complexe immobilier «Circle», le plus grand bâtiment certifié Minergie de Suisse, est déjà loué à 90 %. L'achat de 36 immeubles et terrains de Priora, qui se situent sur le site de l'aéroport ou à proximité, se révèle une décision de plus en plus sage au fil du temps. La diversification et la stabilité des sources de revenus ont connu une nette amélioration par rapport à 2019. Reflets de la confiance de la direction de l'aéroport, les estimations de bénéfices et les objectifs de cours pour l'action ont été sensiblement revus à la hausse ces derniers temps. Après avoir suspendu le versement des dividendes pendant trois ans, un total de 3.50 francs par action sera distribué au printemps 2023.

**BKW (+14 %)** : le sommet historique atteint par l'action à la fin mars est pour nous une confirmation de la confiance dans la direction de l'entreprise. Les estimations de bénéfices de l'ensemble des analystes ont également atteint un sommet entre-temps. Nous estimons que l'actionnaire majoritaire constitue un avantage important, car il permet de suivre avec patience un cours de croissance durable à long terme. Le potentiel de rendement (par exemple en raison de la demande croissante de solutions de construction efficaces sur le plan énergétique) est encore nettement supérieur au niveau actuel.

**RWE (-5 %)** : voilà une perle européenne qui, dans son activité principale, compte parmi les leaders mondiaux sur la voie d'un monde énergétique vert. Sur le marché attractif des États-Unis, l'entreprise est numéro 2 dans le secteur solaire et numéro 4 dans le secteur combiné de l'éolien et du solaire. En Europe, l'entreprise ambitionne une position de leader comparable. Au total, les investissements dans la croissance organique doubleront d'ici 2027, ce qui augmentera le potentiel de hausse à moyen terme.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	→	Une maison individuelle peut devenir un piège financier en raison de la hausse des taux d'intérêt hypothécaires, de l'accroissement des coûts des artisans et des mesures d'assainissement énergétique de plus en plus nombreuses.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	La hausse des taux d'intérêt et l'incertitude persistante concernant la tendance au télétravail font que l'intérêt des investisseurs est en baisse.
Fonds immobiliers CH	→	→	Les investisseurs immobiliers devraient rester prudents. Un potentiel de dévalorisation sommeille en de nombreux endroits (exemple de l'ancien Swissôtel à Oerlikon : -33 %).
Infrastructures	↗	↗	Jusqu'à présent nos actions d'infrastructure se situent en 2023 nettement au-dessus de la moyenne des cours des actions dans le secteur européen des infrastructures, ce qui signifie que la sélection a valu la peine.

Actions

## Une fin de mois de mars apaisée

Le Swiss Market Index est resté inchangé au cours du mois de mars, qui a été marqué par une forte volatilité. Le Dow Jones américain (+1.9 %) a un peu moins progressé que l'indice large S&P 500 (+3.5 %). De nombreux marchés boursiers européens sont restés stables, alors que l'indice britannique FTSE 100 (-3.1 %), dominé par les matières premières, a enregistré un piètre mois.

Nous considérons les marchés américains comme étant toujours surévalués de manière générale et n'y sommes engagés qu'avec un petit nombre d'entreprises sélectionnées. Le rapport risque/rendement sur les marchés d'actions européens devrait continuer à être plus avantageux. Ci-après, nous nous concentrons sur quelques remarques concernant les composantes de notre portefeuille d'actions ayant connu une importante progression au premier trimestre :

**Swissquote** (+34 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2023) : l'action se situe seulement 10 % en dessous de son sommet historique. L'entreprise dirigée par ses fondateurs (CEO Marc Bürki : actionnaire à 12.6 %) dispose d'une marque reconnue. Swissquote fait office de «valeur refuge» en ce printemps turbulent marqué par les rachats de banques et les crypto fraudes. Les opérations sur les différences d'intérêts devraient permettre à Swissquote de réaliser un résultat record significatif cette année. L'action reste valorisée avantagusement.

**Apple** (+27 %) : onze ans après la mort de Steve Jobs, l'entreprise continue à être aussi innovante et à occuper une position de leader du marché à de nombreux égards. Nous connaissons de nombreux investisseurs qui regrettent aujourd'hui d'avoir vendu l'action. De mi-août 2022 à début 2023, l'action a perdu 25 %. Elle a toutefois presque rattrapé ce retard, car les perspectives se sont éclaircies.

**Kühne+Nagel** (+26 %) : le leader mondial de l'expédition et de la logistique contractuelle, qui compte plus de 80'000 employés, est en pleine forme pour générer du cashflow. Ses objectifs de rentabilité (bénéfice brut de 25 % à 30 %) pour l'année 2026 nous semblent réalistes sous la direction du nouveau CEO Stefan Paul, également grâce à sa structure de gouvernance solide. L'augmentation des volumes dans le commerce mondial, les possibilités offertes par la numérisation et de nombreuses autres mesures destinées à améliorer l'efficacité ainsi que des acquisitions ciblées devraient surcompenser la baisse actuelle des marges. L'action de cette entreprise de 130 ans et dotée d'un solide actionnaire

majoritaire a atteint son plus haut niveau depuis 12 mois.

**Holcim** (+23 %) : la transformation massive qui a lieu à un rythme effréné n'est pas encore suffisamment appréciée sur le marché des capitaux. L'entreprise recèle encore beaucoup de potentiel, notamment grâce à ses récentes acquisitions.

**Lonza** (+21 %) : le 3 avril, le programme de rachat d'actions de 2 milliards de francs a débuté.

**Deutsche Post** (+22 %) : avec DHL Group, le groupe logistique est l'un des leaders mondiaux du marché. L'attrait particulier de cette action réside dans la gestion solide, la valorisation modeste et la tendance à la hausse des dividendes (+10 % par an au cours des dix dernières années).

**SAP** (+20 %) : le plus grand groupe informatique européen se porte à merveille. Les estimations de bénéfices sont en hausse.

**Deutsche Telekom** (+20 %) : l'action a terminé en mars sur un pic depuis 20 ans et continue à disposer d'un fort potentiel de croissance, en Amérique du Nord comme en Europe.

**Swiss Life** (+18 %) : la meilleure action d'assurance au premier trimestre en Europe a toujours du potentiel, mais elle est moins orientée sur le risque que nombre de ses concurrents. Son développement dans la gestion d'actifs est fort. Au cours des dix dernières années, elle a augmenté sa distribution par action de 21 % par an.

**Helvetia** (+18 %) : le groupe d'assurance est sur le point de changer de CEO, ce qui est considéré comme une opportunité de dynamisation. Jusqu'à présent, la pression exercée par Patria, l'actionnaire coopératif de référence, pour créer de la valeur ajoutée au-delà des coûts économiques est restée modérée. Il existe du potentiel.

**Alphabet** (+17 %) : le plus important processeur d'informations au monde sera un gagnant structurel d'une économie de plus en plus numérisée. Dans cette économie, ce ne sont plus les sources d'énergie fossiles qui sont déterminantes, mais les données, devenues depuis longtemps la principale matière première de l'avenir.

**Emmi** (+17 %), **u-Blox** et **Mercedes-Benz** (+16 % chacun), **Sika**, **Saint Gobain** et **Bossard** (+15 % chacun) ont également progressé. Cette dernière, une perle dynamique en matière de capacité de livraison industrielle, n'est actuellement utilisée que dans la solution de dividende.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Avec +3.5 % depuis le début de l'année, le SMI se situe plutôt en queue de peloton des marchés boursiers européens, ce qui s'explique par son caractère défensif.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	L'Europe, avec l'évolution de ses indices (Euro Stoxx 50 +14.0 %, Stoxx Europe 600 +7.8 %), a été la meilleure région du monde pour les actions au premier trimestre 2023.
Actions Etats-Unis	↔↗	↗	Le S&P 500 (+7.0 %) s'en tire nettement mieux que le Dow Jones traditionnel (+0.4 %), ce qui peut être imputé aux valeurs technologiques (+16.8 %).
Actions Pays émergents	↗	↗	Avec +3.5 % depuis le début de l'année, l'indice le plus large des marchés émergents, le MSCI Emerging Markets, évolue à peu près dans la moyenne des marchés d'actions mondiaux concernés.

Placements alternatifs

## Le cycle des matières premières touche-t-il déjà à sa fin ?



Évolution du prix des matières premières au cours des 20 dernières années (Source : Bloomberg Commodity Index | Graphique : Zugerberg Finanz)

Ces derniers mois, de nombreux analystes ont été à l'origine d'une évaluation marquante, selon laquelle nous nous trouvons dans une période de hausse séculaire des prix des matières premières. Un coup d'œil sur l'indice standard mondial des prix des matières premières transmet toutefois une autre perspective. Au cours des 20 dernières années, le prix pondéré de toutes les matières premières a toujours connu un net recul après trois brefs cycles d'augmentation.

Si l'on se penche sur l'évolution des prix des matières premières, on remarque trois cycles au cours desquels les prix des matières premières ont augmenté : septembre 2007 à juin 2008 (boom économique), mars 2009 à avril 2011 (forte reprise économique après la crise financière mondiale) et avril 2020 à l'été 2022 (importante reprise après la fin de la pandémie mondiale). Pour le reste, les prix des matières premières ont évolué latéralement ou à la baisse. Étant donné que l'indice des prix des matières premières est mesuré en dollars, le mouvement à la baisse des prix des matières premières sur 20 ans serait encore plus frappant si l'indice était représenté en francs suisses.

Nous vivons ainsi dans une économie mondiale où le prix des matières premières nécessaires à la production de biens a tendance à baisser. A cela s'ajoute que les processus d'extraction, de transformation et de transport ont permis de réaliser des économies considérables grâce à des gains d'efficacité. De plus, on constate des améliorations dans la gestion de l'énergie et l'efficacité des matières premières. Par ailleurs, dans une économie circulaire, l'attention portée aux cycles de matières

fermés est beaucoup plus grande qu'il y a 20 ans, dans une perspective de protection du climat et des ressources.

Bien entendu, nous ne sommes pas encore arrivés au point où nous serons un jour une région industrielle compétitive et neutre sur le plan climatique. Mais les bases sont jetées et l'intensité en matières premières par unité de produit intérieur brut ne cesse de diminuer. Cela a pour avantage de devoir moins nous soucier des fluctuations passagères des prix. Ce qui monte redescend rapidement.

Récemment, les cotations du gaz en Europe sont tombées à leur plus bas niveau depuis deux ans, à 47 euros le mégawattheure (au cours de la deuxième moitié du mois d'août 2022, le prix avait dépassé les 300 euros). Le même schéma de prix s'applique aux prix de l'électricité dans le commerce de gros européen. De plus, les prix du pétrole brut se sont récemment stabilisés à leur niveau moyen des cinq dernières années. Le mazout a chuté de 20 % depuis le début de l'année. Dans des pays comme l'Italie et l'Espagne, les fournisseurs d'énergie ont été contraints de par la loi à réduire avec effet immédiat les tarifs des ménages de plus de la moitié, ce qui a eu un effet immédiat sur les taux d'inflation. En Espagne, le taux d'inflation n'est plus que de 3 % environ. Des observations similaires peuvent être faites dans plusieurs pays émergents. Bien que la Chine connaisse une croissance rapide, l'inflation n'est pas un problème. En Inde, l'économie connaît également une croissance très forte, avec des taux d'inflation relativement stables. Au Mexique, la croissance du PIB s'accélère pour atteindre 3 %, et l'inflation recule à 4 %.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→	→	Nous nous attendons à ce que les indices de référence du pétrole, du gaz, de l'électricité et d'autres matières premières oscillent à court terme dans une marge de fluctuation stable.
Or / Métaux précieux	→	→	En mars, l'or a compensé le creux de février et se négocie légèrement au-dessus de son cours de fin janvier (1'969 dollars/once d'or fin).
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Les produits liés aux assurances comme les cat bonds affichent un rendement élevé. Pour nous, cela reste un élément de diversification important dans les solutions de libre passage.
Private Equity	↗	↗	Bien que les placements de private equity cotés aient connu jusqu'à présent une année 2023 volatile, ils restent toutefois tous en zone positive.

## Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance annuelle (en CHF)			
	31.03.2023	03/2023	2023 YTD	2022	2021	2020	
<b>Actions</b>							
SMI	CHF	11'106.2	+0.1%	+3.5%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'547.1	+1.7%	+5.9%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'628.8	+1.6%	+12.9%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'322.4	+0.7%	+13.8%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	27'114.0	-1.4%	+15.0%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'631.7	-3.6%	+3.6%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'315.1	+1.7%	+14.4%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	33'274.2	-0.7%	-0.5%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'109.3	+0.9%	+6.1%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	12'221.9	+4.0%	+15.7%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	28'041.5	+1.9%	+5.1%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	58'991.5	-1.9%	-3.2%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'791.4	+0.3%	+6.3%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	990.3	+0.2%	+2.6%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligations (divers)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	155.1	+2.1%	+2.0%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	180.4	+1.7%	+2.0%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	318.0	+0.1%	+1.8%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	256.6	+0.8%	+1.0%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Emprunts d'Etat</b>							
SBI Dom Gov	CHF	166.6	+2.9%	+4.3%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	145.1	+2.5%	+1.8%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.8	+2.3%	+2.1%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Obligations d'entreprise</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	172.9	-0.4%	+0.5%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.3	+2.4%	+2.3%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	554.0	+0.7%	+2.5%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	157.5	+0.8%	+1.4%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	267.5	-0.5%	+2.3%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Placements alternatifs</b>							
Or Spot CHF/kg	CHF	57'949.8	+4.7%	+4.7%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	105.5	-3.1%	-7.3%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'234.7	-1.8%	+0.7%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'364.6	-3.9%	-1.1%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
<b>Devises</b>							
Dollar / franc suisse	CHF	0.9153	-2.9%	-1.0%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9922	-0.4%	+0.3%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.6888	-0.4%	-2.4%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1284	-0.4%	+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 31/03/2023 ; données économiques au 31/03/2023 ; pronostics économiques au 31/03/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.