



Hünenberg, canton de Zoug, Suisse (Photo: Andreas Busslinger)

Croissance de près de 3 % pour l'économie mondiale

Cette année, l'économie mondiale ne se dirige pas vers une récession, mais affiche plutôt une croissance de près de 3 %, estimation que partagent tant la Banque mondiale que le Fonds monétaire international. La croissance dans les pays émergents, en particulier en Asie, soutient l'économie mondiale. En revanche, les impulsions de la part des pays industrialisés devraient s'avérer plus modestes cette année.

Aux États-Unis, la conjoncture se refroidit petit à petit après un début d'année dynamique. Quant à la conjoncture européenne, elle connaît actuellement une phase de reprise, qui devrait se poursuivre en particulier dans les pays du sud, grâce à l'essor du tourisme durant les mois d'été. Parmi les gagnants devraient également figurer les entreprises qui ont

des liens étroits avec l'Asie.

Dans tous les pays industrialisés, les taux d'inflation connaissent une nette diminution et le risque d'une spirale prix-salaires demeure faible. L'inflation n'est certainement pas (ou plus) le problème principal. Il s'agit plutôt, pour l'ensemble de l'économie, de ne pas réduire davantage les salaires réels, et de les reporter vers une légère phase de croissance. La solidité du marché du travail devrait également y contribuer. Au bout du compte, il s'agit de maintenir le climat des affaires et la confiance des consommateurs et de stabiliser ainsi la consommation et la demande économique globale.

Comme à l'accoutumée, des rendements positifs en avril

Sur le plan des saisons, certains mois sont traditionnellement associés à des rendements supérieurs à la moyenne. C'est notamment le cas du mois d'avril qui, au cours des 20 dernières années, a généré un rendement mensuel positif dans 70 % des cas à chaque fois. Cette année encore, le mois d'avril a entièrement répondu aux attentes. Le Swiss Market Index (SMI) a progressé de +3 %. En Europe, certains indices nationaux ont progressé plus fortement, tandis que d'autres ont connu une évolution plus plate. Dans l'attente d'une récession modérée aux États-Unis, les indices américains sont restés à la traîne. L'indice large S&P 500 a cependant enregistré une solide hausse de +1.5 %, tandis que l'indice technologique du Nasdaq a terminé sans changement.

Les solutions obligataires n'ont quasiment pas bougé. En matière d'obligations, la reprise nécessite de la patience. Le Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB Total Return) a progressé de 2.3 % depuis le début de l'année, grâce à la baisse des taux d'inflation et des taux d'intérêt à long terme. Quoiqu'il en soit, la contribution positive des obligations a permis à tous les portefeuilles – y compris à ceux avec une part d'obligations élevée – d'être clairement en zone positive. La part d'actions reste neutre.

Néanmoins, au cours des quatre premiers mois de l'année, plus la part d'actions était élevée, plus le portefeuille a eu tendance à profiter de la situation. Les portefeuilles équilibrés sont sur la bonne voie depuis le début de l'année (par ex. Revo2 +5.3 %, Revo3 +6.5 %). Les portefeuilles ayant une part d'actions plus élevée connaissent une hausse plus importante (p. ex. Revo4 +7.6 %, Revo5 +8.8 %) et dépassent la performance du SMI (p. ex. RevoDividendes +10.6 %, RDividendes +10.3 % depuis le début de l'année).

Sur le plan des taux de change, la tendance demeure inchangée : en avril, l'euro a continué à s'apprécier par rapport au dollar et s'échangeait dernièrement à 1.10 (+2.9 % en 2023). Le dollar a continué à perdre du terrain par rapport au franc et s'échangeait dernièrement à 0.89 (-3.2 % en 2023). Dans la perspective de la fin du cycle actuel de hausses des taux directeurs aux États-Unis de 500 points de base en 15 mois, l'on peut s'attendre à un nouvel affaiblissement du dollar. La faiblesse du dollar a surtout mis à rude épreuve les solutions DecarbRevo exposées au dollar.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Avril 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	+0.3%	+2.9%
Zugerberg Finanz R2	+0.9%	+4.8%
Zugerberg Finanz R3	+1.0%	+5.9%
Zugerberg Finanz R4	+1.2%	+6.9%
Zugerberg Finanz R5	+1.4%	+6.0%
Zugerberg Finanz RDividendes	+2.2%	+10.3%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.5%	+3.1%
Zugerberg Finanz Revo2	+1.0%	+5.3%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.4%	+6.5%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.6%	+7.6%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.8%	+8.8%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+2.4%	+10.6%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-1.3%	+0.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-2.4%	+0.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-3.4%	+0.7%

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Avril 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.1%	+1.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.4%	+2.5%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.3%	+3.2%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.4%	+4.2%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.7%	+5.3%

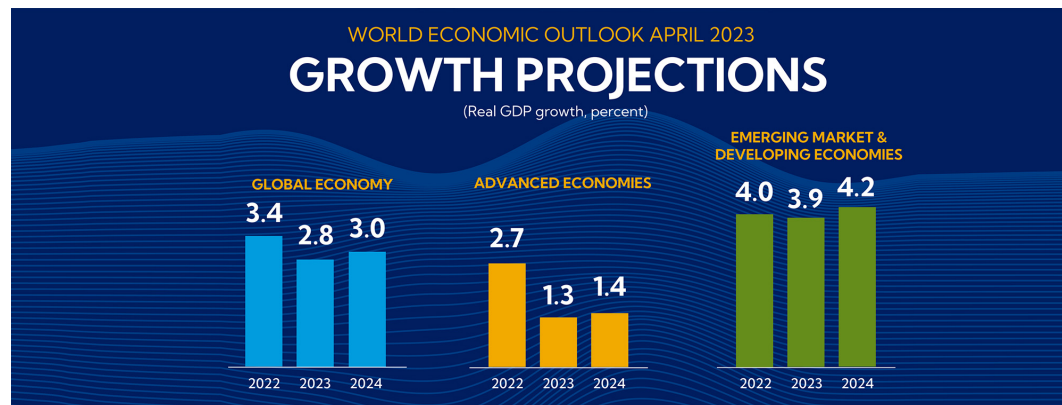
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Avril 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.5%	+3.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.0%	+5.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.4%	+6.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.6%	+7.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.8%	+8.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+2.4%	+10.6%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-1.3%	+0.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-2.4%	+0.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-3.4%	+0.7%

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

Macroéconomie

Différences de croissance entre Asie et les États-Unis



Prévisions de croissance pour l'économie mondiale (Source : Fonds monétaire international, avril 2023)

D'après les estimations du Fonds monétaire international, l'économie mondiale devrait progresser de près de 3 % cette année. Toutefois, cette progression sera nettement plus importante dans les pays émergents que dans les pays industrialisés. La dynamique conjoncturelle connaît surtout des différences dans le Pacifique : alors que la partie asiatique connaît un regain économique (+5.3 %), l'économie américaine se dirige vers un rythme de croissance plus lent (+1.6 %).

Les signes sont encore propices pour que l'économie américaine ralentisse sans pour autant entrer dans une phase de contraction d'au moins six mois (= récession). Le rapport «Livre beige» de la Fed fait état d'un certain affaiblissement de la croissance du marché du travail, ainsi que d'un certain ralentissement de la hausse des prix. Dans le système bancaire à deux niveaux, le canal de crédit poursuit de plus en plus le cours restrictif de la politique monétaire, dans la mesure où les banques commerciales durcissent leurs normes en matière d'octroi de crédit. La chaîne d'effets supposée se caractérise par un renchérissement des investissements et de la consommation. Pourtant, la consommation est toujours au beau fixe, car le taux de chômage historiquement bas incite aux dépenses.

Le principal risque de baisse aux États-Unis est le vent contraire provoqué par le durcissement de la politique monétaire. Les effets secondaires de la politique monétaire sur les banques régionales américaines, à la réglementation floue et à la surveillance faible, et sur leur politique en matière de crédit, restent flous. Ces éléments ont une plus forte incidence sur les perspectives pour 2024 que pour celles de cette année. Et comme le montrent les faillites de la Silicon Valley Bank et de la First Republic Bank, les risques de «Bank Run» peuvent se révéler

soudains et violents. Bien entendu, cela est lié avant tout aux stratégies bancaires spécifiques à chaque activité, même si l'administration Trump n'a pas rendu service à l'économie nationale en assouplissant massivement la réglementation des banques régionales.

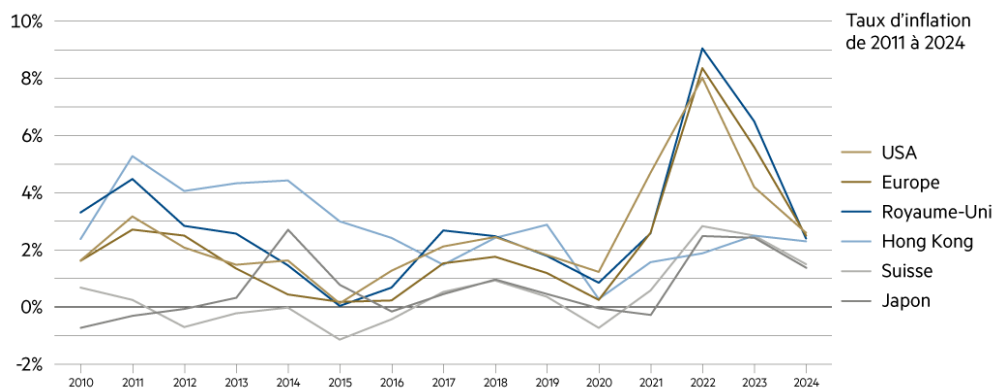
Dans la zone euro, le marché présuppose de manière implicite trois hausses supplémentaires des taux d'intérêt jusqu'à ce que la fourchette cible de 3.5 % à 3.75 % soit atteinte à l'été 2023. Comme déjà expliqué à plusieurs reprises, le cycle de hausse des taux d'intérêt en Europe est légèrement décalé en comparaison avec celui des États-Unis. De plus, il ne va jamais aussi loin qu'outre-Atlantique, principalement en raison des spécificités continentales des zones économiques et des causes différentes de l'inflation.

Les hausses des taux d'intérêt augmenteront la marge d'intérêt et par conséquent, la rentabilité des banques, ce qui permettra d'appliquer à nouveau une politique d'octroi de crédit sous le signe de la continuité, qui se distingue agréablement du système anglo-saxon axé sur le marché des capitaux. Le système de banque de proximité, très répandu en Europe continentale, a un effet stabilisateur, surtout dans les phases d'incertitude économique. Il convient également de relever que les capitaux à la recherche d'un placement affluent davantage vers les catégories d'actifs conservatrices et y assurent un flux de capitaux stable. Même les investisseurs institutionnels européens structurellement prêts à prendre des risques se concentrent davantage sur les obligations et l'immobilier que sur les actions. Le fonds souverain norvégien, avec ses près de 70 % d'actions, constitue à cet égard une exception. Il détient désormais 1.5 % de toutes les actions négociées dans le monde.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Les prévisions de croissance du PIB réel ont été relevées par le KOF à +1.1 % (2023) et +1.7 % (2024) avec des prévisions d'inflation de +2.6 % (2023) et +1.5 % (2024).
Zone euro, Europe	↗	↗	Pour 2023, le gouvernement allemand prévoit +0.4 % et pour 2024 +1.6 % pour le PIB. Le baromètre GfK du climat de consommation atteint son plus haut niveau depuis avril 2022.
Etats-Unis	→↗	↗	Bien que la conjoncture américaine perde de son rythme de croissance, les consommateurs continuent de dépenser (+3.7 % au premier trimestre 2023).
Reste du monde	↗	↗	Grâce à l'affaiblissement du dollar, la croissance du PIB connaît une accélération dans les pays émergents, notamment en Chine, en Inde et en Indonésie.

Liquidités, devises

L'économie mondiale enfin délivrée des taux d'inflation élevés



Taux d'inflation de 2011 à 2024 y compris les estimations du consensus (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

Le cycle mondial des taux directeurs atteint ces mois-ci son niveau le plus élevé. C'est la Réserve fédérale américaine (Fed) qui marque le rythme avec sa dernière hausse des taux directeurs. Au cours des quatre à six prochains trimestres, les taux d'inflation reviendront à un niveau que les banques centrales associent à la stabilité des prix. Ainsi, la voie est libre pour une phase attrayante du cycle des actions.

Les estimations des augures en matière de taux d'intérêt sont sans équivoque : les pressions inflationnistes se relâchent en raison de la détente sur les marchés des matières premières et de la normalisation du marché du fret. Les frais de transport pour un conteneur standard de Shanghai à Rotterdam sont revenus à leur moyenne sur le long terme, soit 1'600 dollars. Les chaînes d'approvisionnement se sont normalisées nonobstant la persistance des tensions géopolitiques, même en mer de Chine méridionale. L'indice «Global Supply Chain Pressure», calculé chaque mois par la Federal Reserve Bank of New York, est même tombé à son niveau le plus bas depuis 15 ans. Les entreprises profitent de cette situation. Les prix à la production (mesurés en fonction de leur variation au moment où ils quittent leur lieu de production) ont déjà subi une baisse considérable. Dans une économie fondée sur la concurrence, cela entraînera une modification des prix à la consommation.

Les chances sont intactes pour que nous connaissions, vers fin 2024, des taux d'inflation qui se situent à nouveau dans le cadre habituel. La concurrence a toujours eu un caractère déflationniste. Les entreprises qui ambitionnent à gagner des parts de marché et ainsi, à augmenter leur clientèle, baissent leurs prix. Il existe un grand nombre d'exemples marquants dans ce domaine, notamment dans les secteurs des télécom-

munications et de l'automobile. La mondialisation, l'automatisation et la robotisation génèrent également une tendance déflationniste. Les tâches pour lesquelles l'on dépensait par le passé beaucoup d'argent (p. ex. les services de traduction), sont effectuées aujourd'hui dans bien des cas à un prix bon marché et par des machines (p. ex. «DeepL»).

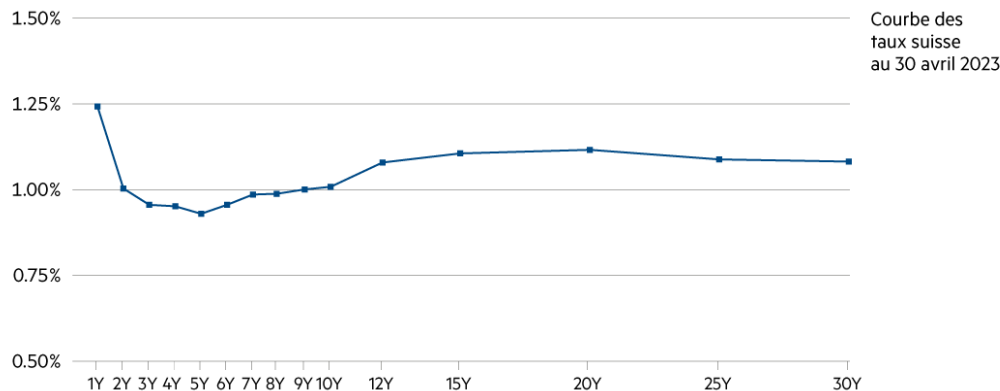
Avec la nouvelle fourchette de 5.0 % à 5.25 % des taux directeurs américains, fixée début mai par le Comité fédéral de politique monétaire de la Fed, le pic des taux d'intérêt devrait être atteint et la volatilité sur les emprunts en dollars devrait diminuer. Cette politique monétaire non conventionnelle, avec une hausse des taux de 500 points de base en l'espace de 15 mois, a dans un premier temps renforcé le dollar et provoqué une vague d'inflation dans le reste de l'économie mondiale. Ce n'est pas la première fois que la puissance des effets secondaires des mesures de politique monétaire sont sous-estimés.

Toutefois, on constate à présent des aspects positifs : le dollar continue de s'affaiblir, ce qui favorise à la fois la désinflation et la croissance dans les zones économiques où le dollar n' pas cours, comme l'Europe et les pays émergents. Au cours des 50 dernières années, les actions ont toujours vécu le pic des taux d'intérêt comme un point de départ attractif. Pendant les deux années qui ont suivi le dernier relèvement des taux, les actions ont connu une plus forte progression que toutes les autres classes d'actifs. Les obligations d'entreprises devraient également nettement profiter du pic des taux d'intérêt à moyen terme, notamment les obligations des sociétés d'assurance, mais aussi des banques, dont la marge d'intérêt et la rentabilité sont en augmentation en dehors des États-Unis.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	→	→	De nombreuses banques font actuellement des profits importants grâce à la marge croissante entre les comptes bancaires pratiquement non rémunérés et les prêts bien rémunérés.
Euro / Franc suisse	→	→↗	Depuis six mois, le cours de l'EUR/CHF oscille dans une étroite fourchette comprise entre 0.98 et 1.00. Nous continuons à tabler sur cette stabilité.
Dollar américain / Franc suisse	↘	↘	Le taux de change actuel est de 0.89 (-3.2 % depuis le début de l'année). A terme, dans 12 mois, le dollar ne s'échangera plus qu'à 0.86.
Euro / Dollar américain	↗	↗	L'euro se renforce et le cours actuel est de 1,10. Le cours à terme dans 12 mois est de 1.12. L'on s'attend par conséquent à ce que l'euro reste fort.

Obligations

Tendances désinflationnistes et déflationnistes



Courbe des taux suisse au 30 avril 2023 (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

Dans les principales économies, l'on observe actuellement des taux d'inflation en baisse. Bien qu'il ne s'agisse souvent que des chiffres de mars, la tendance en avril et début mai est nettement baissière jusqu'à la fin de l'année. Il existe actuellement trois types de moteurs d'inflation qui se superposent. Mais la bonne nouvelle est que tous trois ont tendance à s'affaiblir. Déjà l'année prochaine, l'on pourrait assister non seulement à des tendances désinflationnistes, mais également à des tendances déflationnistes.

Le marché anticipe l'évolution désinflationniste. La courbe des taux est plate, c'est-à-dire que celui qui confie de l'argent à la Confédération obtient sur 30 ans, avec environ un pour cent, pratiquement le même rendement que pour un emprunt à deux ans. Il s'agit d'un cas rare qui ne correspond pas à l'évolution «normale» d'une courbe des taux. En raison de leur préférence pour la liquidité, les investisseurs ne sont prêts à effectuer des placements à long terme que si on leur offre en contrepartie un rendement plus élevé. Sur le long terme, les rendements ont subi un recul sensible depuis le début de l'année alors que, sur le court terme, ils ont augmenté en raison des interventions de la BNS. Par conséquent, dans la situation actuelle, une courbe des taux plate signifie que le marché s'attend rapidement à des rendements plus faibles, c'est-à-dire à des baisses des taux directeurs à brève échéance.

Dans ce cadre, les anticipations d'inflation jouent un rôle central. En se concentrant sur un seul point de données, l'on ne réussit pas à interpréter correctement la trajectoire de l'inflation. Actuellement, trois types d'inflation décalés dans le temps se superposent, qui tous apportent une contribution positive à la désinflation.

L'inflation transitoire (en anglais «transitory inflation») a été au centre des préoccupations de la Fed jusqu'à la fin de l'année 2021. En raison de l'explosion de la demande de biens en 2021, comme les États-Unis

par exemple, n'en avaient plus connue depuis 1946, ce type d'inflation a atteint son apogée en février 2022. Depuis lors, une déflation est en cours pour le prix des biens, qui va également se poursuivre en 2023. Les montants excédentaires d'économies réalisées pendant la pandémie ont été largement dépensés. Pour les groupes dont les revenus sont les plus faibles, la baisse des salaires réels est de plus en plus perceptible. Parallèlement, les entreprises tentent de réduire leurs stocks en baissant les prix.

Le deuxième type d'inflation est l'inflation de type «choc d'offre», qui a commencé à partir de mars 2022 en raison de la guerre en Ukraine et qui – parce que l'inflation représente une valeur de variation sur 12 mois – entraîne automatiquement un effet de base à partir de mars 2023, ce qui signifie que les variations par rapport à l'année précédente partent d'un niveau élevé. Et c'est là qu'intervient statistiquement la désinflation massive dans le domaine de l'énergie – avec des prix du pétrole brut de 40 % et des prix du gaz et de l'électricité de 85 % inférieurs à leurs cotations maximales de 2022.

Le troisième type d'inflation est l'inflation liée aux bénéfices (en anglais «greedflation»). Les PME jusqu'aux grands groupes ont tenté de profiter de la fenêtre temporelle opaque des augmentations de prix non réglementées pour forcer l'expansion de leurs propres marges. Ils ont misé sur la loyauté des clients et des marques, mais dès le printemps 2023, il s'est avéré que les limites du possible avaient été atteintes. Etant donné que les chaînes d'approvisionnement ont recommencé à fonctionner dans une large mesure, que les semi-conducteurs sont à nouveau disponibles, que les coûts de transport et de logistique se sont effondrés et les prix des matières premières et de l'énergie ont baissé, il n'y a plus guère de motifs pour augmenter les prix.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	➔	➔	Les courbes des taux aux États-Unis et en Allemagne restent inversées, ce qui signifie que les rendements sont plus élevés à court terme qu'à long terme.
Obligations d'entreprises	➔	➔	Dans le segment à haut rendement BBB et BB, des rendements réels attirent comme cela n'a plus été le cas depuis longtemps. Les risques de défaut demeurent gérables pour les obligations à court terme.
Obligations hybrides et à haut rendement	➔	➔	Les obligations hybrides dans le secteur financier ont souffert de la défaillance des obligations AT1 du Credit Suisse. Depuis lors, une reprise sensible a commencé.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Plus attractif que jamais



Assemblée générale de Swiss Life Holding SA le 28 avril 2023 à la Swiss Life Arena à Zurich (Photo : Walter Grimm)

Le mois d'avril ne laisse pas non plus de place au doute. Les obligations d'entreprises sont plus attrayantes qu'elles ne l'ont été depuis longtemps. Contrairement à ces cinq dernières années, elles peuvent à nouveau mieux remplir leur fonction d'origine dans les stratégies orientées sur le revenu. Le rendement moyen à l'échéance du Zugerberg Income Fund est de 3.8 % par an, celui du Credit Opportunities Fund de 9.9 %.

Après quatre mois, le Swiss Bond Index (SBI ; AAA à BBB Total Return) se situe à +2.3 %. Le Zugerberg Income Fund est également à +2.3 % (Total Return). Comme les impôts anticipés sur les produits des intérêts sont déduits en avril, l'évolution des cours visible dans le tableau de cours depuis le début de l'année est de +1.3 %. Cette déduction est remboursée dans la déclaration d'impôt. Au cours des trois dernières années, le fonds a surperformé le Swiss Bond Index de 2.7 % au total. Nous nous attendons toutefois à un net élargissement de cet écart, car le rendement moyen à l'échéance est de 0.49 % pour le ZIF, ce qui est nettement supérieur à celui du SBI (0.18 %).

Le Zugerberg Income Fund (ZIF) a procédé à plusieurs achats en avril, notamment les nouvelles émissions en francs suisses de Galenica (2.35% jusqu'en novembre 2029) et de la société financière du groupe automobile français Renault (3.5 % jusqu'en mai 2028). De telles obligations représentent le profil caractéristique du ZIF. Galenica exploite 368 pharmacies en Suisse, dispose d'un solide ratio de fonds propres

(47.8%) et figure parmi les piliers du système de santé local.

Pendant les périodes d'incertitudes économiques, le Credit Opportunities Fund (COF) est typiquement plus affecté. Le cours a progressé au cours des premières semaines de cette année. Les incertitudes entourant les bilans des institutions financières (Silicon Valley Bank, First Republic Bank, Credit Suisse) et leur solvabilité ont entraîné dans leur sillage les obligations subordonnées des banques et des sociétés d'assurance. Le même impact a été constaté sur les obligations subordonnées en général, de sorte qu'après quatre mois, le cours du COF est pratiquement revenu au même niveau qu'au début de l'année.

Nous continuons à trouver intéressants les obligations subordonnées d'assureurs solides comme Swiss Life, Helvetia et Zurich Insurance Group. Ces derniers ont publié il y a quelques jours leurs taux de solvabilité des fonds propres, en nette amélioration par rapport à l'année précédente, ainsi que la solidité de leur bilan. Les obligations d'assurance, même subordonnées, jouissent d'une bonne notation High Grade. L'obligation d'Helvetia (2.75 % jusqu'en septembre 2031 avec une notation «A-» par Standard & Poor's), que nous avons acquise en avril, rapporte 3.1 % de plus qu'une obligation d'État comparable jusqu'à la date de remboursement en francs suisses. Nous considérons cela comme une opportunité caractéristique. Nous restons également fermement convaincus de la capacité de redressement de ce portefeuille.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+2.3 %	-1.0 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-11.7 % (-2.5 %)	+18.7 % (+1.7 %)
Quantité de mois de performance positive :	55 %	65 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	278 BP (+2 BP)	706 BP (-5 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 stagnent, les valeurs d'infrastructure prospèrent

Sur le plan de l'immobilier suisse, l'on assiste à une stagnation à un niveau élevé. Toutefois, l'on peut s'attendre à une légère augmentation des valeurs de marché pour les logements en propriété sur l'ensemble de l'année 2023. En ce qui concerne l'évolution des évaluations et des prix des immeubles de rendement résidentiels, un point positif est qu'il sera possible d'augmenter les loyers à partir de la mi-2023. Les valeurs européennes d'infrastructures continuent d'évoluer au-dessus de la moyenne.

La probabilité d'une hausse du taux d'intérêt de référence lié aux crédits hypothécaires au mois de juin est très élevée. Cela s'explique par le fait que les taux d'intérêt hypothécaires se sont distanciés de leurs plus bas niveaux historiques à l'occasion du tournant intervenu sur le plan des taux d'intérêt. Lorsque l'Office fédéral du logement relève le taux de référence de 1.25 % à 1.50 %, les bailleurs peuvent augmenter les loyers de 3.0 % – à condition qu'ils aient également répercuté les baisses précédentes. Près de la moitié de tous les contrats de bail sont actuellement basés sur le taux d'intérêt de référence actuel.

«Si l'augmentation attendue du taux d'intérêt de référence a lieu, nous partons du principe que nous adapterons en conséquence les contrats de bail concernés dans notre portefeuille» indique par exemple le groupe d'assurance Swiss Life, l'un des principaux bailleurs du pays. Cependant, il est encore trop tôt pour se prononcer sur la date exacte et le montant des adaptations.

Une renonciation volontaire n'est pas à l'ordre du jour. Le système de taux d'intérêt de référence est établi et est reconnu et compréhensible par toutes les parties. Pour la société immobilière Allreal, cela signifie que «outre des loyers plus élevés en raison du taux d'intérêt de référence, une partie du renchérissement est également répercutée sur les locataires». Le défi consiste à trouver un équilibre entre les loyers basés sur les coûts et les loyers basés sur le marché.

Actuellement, il est à nouveau plus intéressant d'être locataire que d'acquérir son propre logement. Avec des taux de 2.5 % à 3.0 % pour les crédits hypothécaires et des prix de 1.0 à 1.5 million de francs pour une unité d'habitation, les coûts de financement s'élèvent à eux seuls entre

2'000 à 3'800 francs par mois. A cela s'ajoutent les autres frais (notamment l'amortissement, les assurances, les frais d'entretien courants). De plus, un contrat de location offre une plus grande flexibilité sur le marché du travail et limite les coûts en cas de changement de domicile.

L'augmentation des loyers devrait également permettre de stabiliser les prix des immeubles de rendement résidentiels. D'ailleurs, selon les évaluations de la société FPRE, les prix des logements en propriété ont stagné au premier trimestre 2023. «L'effet modérateur de la hausse des taux d'intérêt se fait sentir progressivement sur les prix des logements en propriété. Toutefois, il est difficile d'imaginer une baisse généralisée des prix des logements en propriété pour ces prochains mois. La demande de logements en propriété en Suisse est trop importante pour cela, et, avec un taux directeur de 1.5 %, le niveau de taux d'intérêt reste bas et l'économie suisse continue à être en bonne forme. Seul le segment haut de gamme, qui a déjà réagi de manière plus sensible aux évolutions négatives ou aux hausses des taux d'intérêt par le passé, pourrait être mis à l'épreuve par la situation actuelle», indique Stefan Fahrländer, partenaire fondateur de la société de conseil et de recherche immobilière FPRE.

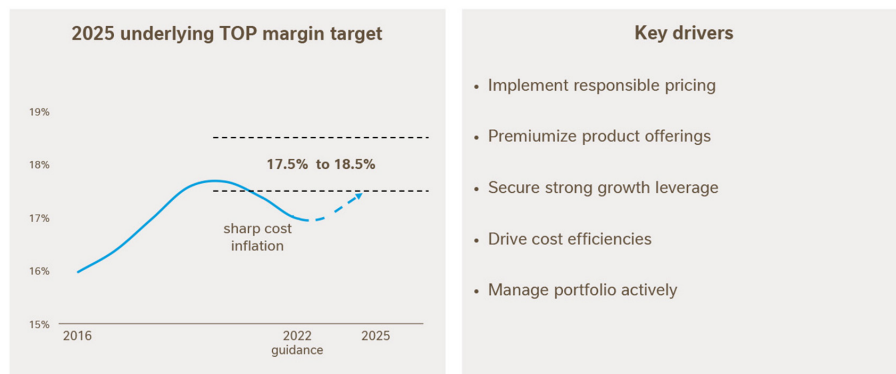
Celle-ci s'attend à une légère hausse des valeurs de marché pour les logements en propriété sur l'ensemble de l'année 2023. En revanche, une stagnation est attendue pour le segment haut de gamme des appartements en propriété ainsi que pour le segment inférieur et supérieur des maisons individuelles – en raison du niveau plus élevé des taux d'intérêt et du refroidissement de l'économie suisse. En avril, le baromètre du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a baissé à 96.4 points (-2.8).

En revanche, les valeurs d'infrastructures connaissent une évolution supérieure à la moyenne. Les revenus ne sont pas seulement liés au renchérissement, mais augmentent parallèlement à l'activité économique. De plus, des assemblages intéressants de produits permettent de générer des revenus supplémentaires et de gagner des parts de marché. De bons exemples sont l'aéroport de Zurich (action : +20 % depuis le début de l'année) et le groupe énergétique BKW (+21 %).

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	→↑	On recherche de plus en plus de lieux de vie adaptés aux personnes âgées, situés dans des endroits centraux et proposant une offre variée pour une vie en toute autonomie.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	Les deux figures de proue suisses que sont SPS (+0.9 % depuis le début de l'année) et PSP (-3.1 %) sont nettement à la traîne du SMI.
Fonds immobiliers CH	→	→	L'indice SXI Real Estate Funds Total Return se situe à 440.1 points, soit +1.2 % depuis le début de l'année. C'est nettement moins qu'il y a un an (491.6), avec -9.4 %.
Infrastructures	↑	↑	Les chiffres trimestriels de RWE (+7 % en avril), avec les segments importants de l'éolien offshore & onshore, du solaire, de l'eau, etc. ont reçu un écho positif.

Actions

Importante reprise du marché en avril



Nestlé veut revenir à moyen terme à une fourchette de marge de bénéfice d'exploitation de 17.5 % à 18.5 % (Source : nestle.com, 29 nov. 2022)

Le SMI a connu une forte évolution en avril (+3 %). De nombreux marchés d'actions européens ont eu un comportement similaire, l'indice Stoxx Europe 600 (+1.9 %) a également enregistré un rendement mensuel positif. Les indices américains S&P 500 (+1.5 % en dollars, -0.9 % en francs) et Nasdaq (+0.0 % en dollars, -2.3 % en francs) ont évolué de manière un peu plus modérée. Cette situation a renforcé le tableau général depuis six mois : les actions européennes ont constamment et modérément surperformé les actions américaines.

La saison des résultats du premier trimestre 2023 a mis au jour des différences considérables. Alors que certaines entreprises, comme Tesla, ont subi des pertes massives de marges et d'objectifs de vente, d'autres entreprises sont en bonne voie pour renforcer leur position sur le marché, qui leur permet de réaliser des marges importantes. Bien qu'elles aient dû accepter une baisse de leur marge en 2022 en raison de l'inflation des coûts, elles peuvent toutefois retrouver leur marge habituelle en 2023 grâce à leur «Pricing Power». Font notamment partie de ces entreprises Nestlé, Holcim et SAP.

Nestlé mise sur des produits haut de gamme de qualité élevée. Le groupe alimentaire détient quasi exclusivement des marques qui occupent la position de numéro un ou deux sur le marché dans leurs domaines respectifs. Par exemple, au premier trimestre 2023, le chiffre d'affaires de Nespresso était de 30 % supérieur à son niveau antérieur à la pandémie. La fixation des prix se fait de manière responsable. Depuis

le début de l'ère du CEO Mark Schneider, le portefeuille global de produits a été amélioré de manière proactive et substantielle. Combinée à des programmes d'efficacité et à une discipline stricte en matière de capital, la création de valeur est améliorée aussi bien pour la clientèle et la société que pour les actionnaires. Un retour à une fourchette de marge de bénéfice d'exploitation à moyen terme n'est pas encore réaliste en 2023, contrairement à un retour entre 17.0 % et 17.5 %.

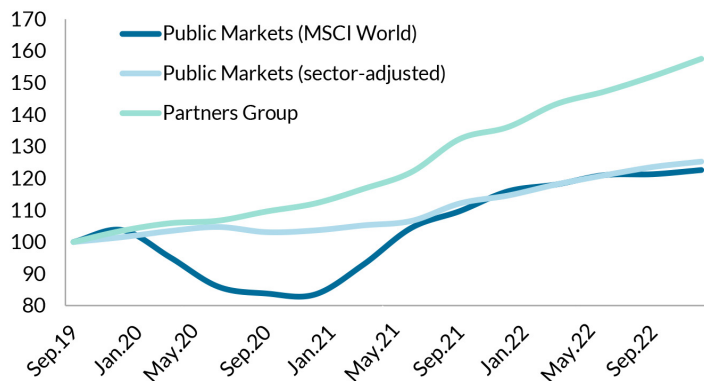
Depuis 28 ans, Nestlé est à même d'augmenter chaque année les dividendes. A cela s'ajoutent des programmes de rachat d'actions. La transformation organisationnelle de ce groupe caractérisé par son agilité n'a cessé d'impressionner. Dans sa palette de produits massivement remaniée, il a su intégrer des connaissances nutritionnelles médicales et scientifiques à de nombreuses recettes, même en ce qui concerne les aliments pour animaux. Des progrès sont également réalisés en matière de durabilité. Dans deux ans déjà, plus de 95 % des emballages plastiques seront issus du recyclage. La société s'est fixé des objectifs durables similaires pour la viande, l'huile de palme, le papier, le soja et le sucre ainsi que les fèves de cacao.

Une autre entreprise qui, en tant que leader du marché, est promise à un avenir prometteur est Holcim. Le groupe s'est distingué au premier trimestre par une amélioration de ses marges, imputable à des augmentations de prix et à un meilleur mix de portefeuille. Holcim a nettement relevé sa «Guidance» pour l'ensemble de l'année en cours.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	En mai et juin, on observe souvent un mouvement latéral. Ce n'est qu'au début du deuxième semestre (juillet) que l'on assiste traditionnellement à une nette remontée.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Les modèles temporels ne sont pas gravés dans le marbre. Il y a eu des mois de mai misérables (comme en 2022) et d'autres excellents (comme en 2021 et 2020) pour le Stoxx Europe 600.
Actions Etats-Unis	↔↗	↗	Aux États-Unis, les valorisations élevées rendent d'autant plus nécessaire une approche sélective dans le choix des titres.
Actions Pays émergents	↗	↗	Les marchés des capitaux des pays émergents (actions et obligations) devraient profiter de l'affaiblissement du dollar à moyen terme et retrouver rapidement leur tendance à la croissance.

Placements alternatifs

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



Croissance du bénéfice brut (EBITDA) depuis 2019 (Source : Partners Group, 21 mars 2023)

Les sociétés de portefeuille des gestionnaires du marché privé continuent de se distinguer par leur succès supérieur à la moyenne. Dans une étude de Partners Group, le prestataire du marché privé leader en Europe montre que ses sociétés ont non seulement dépassé la moyenne de leur secteur respectif, mais aussi l'indice mondial des actions (passif). C'est la raison pour laquelle la direction de Partners Group s'attend à ce que la demande de placements sur le marché privé reste forte dans les années à venir.

À court terme, tout cela peut ne pas avoir l'impact souhaité. Cependant, sur le long terme, on ne peut pas passer à côté des faits de l'économie réelle en matière de création de valeur. Dans l'invitation de Partners Group à l'assemblée générale annuelle qui aura lieu le 24 mai, le président exécutif du conseil d'administration, Steffen Meister, ne s'est pas seulement exprimé sur Partners Group, mais également sur l'ensemble de la classe d'actifs : « nous sommes convaincus des perspectives de croissance à long terme des marchés privés » a-t-il déclaré.

Puis il poursuit : « selon nous, les marchés privés sont en train de devenir la nouvelle classe d'actifs « traditionnelle » qui permet aux investisseurs d'accéder à des segments de l'économie réelle qui ne sont souvent plus accessibles à travers les marchés publics. Dans cet environnement en mutation, nous sommes convaincus que les entreprises comme la nôtre, en tant que gestionnaires d'investissement très actifs qui se concentrent sur le sourcing thématique, la création de valeur et la gouvernance d'entreprise à grande échelle, sont les mieux placées afin de générer une surperformance durable pour les clients et les autres parties prenantes ».

Concrètement, Meister table sur le fait que le volume actuel d'environ 10'000 milliards de dollars va tripler d'ici la fin de la décennie pour

atteindre 30'000 milliards de dollars. Les leaders du marché du futur ont de moins en moins envie de s'occuper des fluctuations émotionnelles des investisseurs capricieux ainsi que des attaques à découvert des hedge funds. Ils ont bien plus intérêt à exploiter sur le long terme le potentiel de création de valeur.

De nombreuses entreprises dotées d'un certain potentiel de croissance discernent dans les prestataires du marché privé un sparring partner idéal, compétent et orienté vers le long terme, dans le but de faire progresser un modèle d'entreprise et leur équipe de direction et de collaborateurs. Ces apports sont d'une qualité totalement différente de celle des entretiens individuels menés pendant des heures avec de jeunes analystes financiers sans expérience en matière de direction et peu habitués aux crises, assis derrière leurs terminaux dans leurs silos de bureaux à Manhattan ou Canary Wharf.

Partners Group résume son argumentation dans un « White Paper ». Depuis plusieurs générations, les marchés publics sont considérés comme le cœur palpitant du capitalisme et ont atteint leur apogée dans la seconde moitié du 20e siècle, lorsque les marchés boursiers de Wall Street, de la City de Londres et de Hong Kong étaient les grands centres de levée de capitaux, d'investissements des entreprises et de croissance en général.

C'est sur la base de ce modèle de financement que se sont développés les géants industriels que sont par exemple Ford Motor Company, General Electric et, plus tard, Microsoft et Amazon. Mais les fondations de l'économie du futur reposent sur les marchés privés. Nous estimons que Partners Group livre là une analyse bien documentée de ce changement opéré dans la nouvelle salle des moteurs de la création de valeur.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	Le pétrole brut (type Brent) est 7.4 % plus bas qu'au début de l'année, en dollars. En francs, la baisse est encore plus nette. Le gaz (-4.9 %, TTF) a chuté encore plus fortement.
Or / Métaux précieux	→	↗	Les rendements élevés des obligations réduisent la demande d'or (+5.6 % en CHF). Les métaux précieux blancs comme l'argent (+1.2 %) et le platine (-2.9 %) sont encore plus affectés.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Les produits liés à l'assurance comme les cat bonds affichent un rendement élevé et disposent d'un effet de diversification utile grâce à leur faible corrélation.
Private Equity	↗	↗	La transformation de l'économie réelle décrite plus haut créera de nombreuses nouvelles opportunités pour les fonds du marché privé dans les années à venir.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance annuelle (en CHF)			
		30.04.2023	04/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Actions							
SMI	CHF	11'437.1	+3.0%	+6.6%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	15'073.0	+3.6%	+9.7%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'922.4	+1.0%	+14.0%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'491.5	+1.4%	+15.4%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	27'077.4	-1.0%	+13.9%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'870.6	+2.6%	+6.3%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'359.3	+0.1%	+14.5%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	34'098.2	+0.1%	-0.4%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'169.5	-0.9%	+5.1%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	12'226.6	-2.3%	+13.1%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	28'856.4	-2.0%	+3.0%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	61'112.4	+1.6%	-1.6%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'835.9	-0.8%	+5.5%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	977.1	-3.7%	-1.1%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	155.2	+0.0%	+2.0%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.2	+0.5%	+2.5%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	318.1	+0.0%	+1.8%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	256.8	+0.1%	+1.1%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	168.6	+1.2%	+5.6%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	145.4	+0.2%	+2.1%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.4	-0.2%	+1.8%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	174.7	+1.0%	+1.6%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.1	+0.4%	+2.8%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	557.7	+0.7%	+3.1%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	158.4	+0.5%	+1.9%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	268.4	+0.3%	+2.6%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	57'235.0	-1.2%	+3.4%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	104.3	-3.5%	-10.5%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'254.7	+0.9%	+1.6%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'371.5	-1.7%	-2.6%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.8946	-2.3%	-3.2%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9854	-0.7%	-0.4%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.6561	-4.7%	-7.0%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1241	-0.4%	+0.5%	-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. L'évolution des valeurs indiquée s'entend nette, après déduction des frais courants, sans tenir compte des frais d'acquisition.

Toutes les informations concernant l'évolution des valeurs sont de nature indicative, se réfèrent aux valeurs historiques et ne permettent pas d'établir une estimation garantie pour l'avenir. Editeur : Zugerberg Finanz AG, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch. Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 30/04/2023 ; données économiques au 30/04/2023 ; pronostics économiques au 30/04/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.