

Rive du lac de Zoug entre Brüggli et Choller, canton de Zoug, Suisse (Photo: Andreas Busslinger)

Un démarrage positif pour le mois de juin

Il y a six mois, un sentiment de peur régnait encore parmi de nombreux investisseurs : crise de l'énergie, inflation, récession. Mais manifestement, la correction intervenue l'année dernière sur les marchés des actions en Europe a été trop forte, ce qui explique pourquoi les marchés ont connu une évolution positive en Europe, qui a été même meilleure qu'aux États-Unis. Au cours des cinq premiers mois, l'Euro Stoxx 50 a enregistré avec +11.2 % une progression plus importante que celle du S&P 500 américain (+8.9 %). Bien que le marché suisse des actions, avec ses poids lourds de tradition défensive (Nestlé, Roche, Novartis), soit clairement dans le vert avec +4.6 %, c'est toutefois le plus mauvais indice d'Europe continentale. Depuis le début du mois de juin, l'évolution positive des marchés s'est poursuivie.

L'économie mondiale poursuit son rythme de croissance et d'impulsions, en particulier dans la région asiatique où il n'y a aucune trace de récession. Cette situation profite davantage aux entreprises

européennes qu'aux entreprises américaines, qui doivent faire front à des taux d'intérêt élevés sur leur marché intérieur, ainsi qu'à des coûts d'emprunt supérieurs et à un marché du travail vide. Cela nous incite à faire preuve de prudence concernant les États-Unis pour le second semestre, même si la consommation a continué à évoluer vigoureusement récemment.

Le défaut de paiement n'a pu être évité que de justesse aux États-Unis et, d'une manière générale, l'évolution économique du pays ressemble actuellement à un exercice d'équilibrisme. La campagne pré-électorale pour la présidentielle fait déjà rage et attise les forces centrifuges déjà vigoureuses. Les camps politiques des démocrates «bleus» et des républicains «rouges» ne se montrent plus guère capables de faire des compromis, ce qui renforce les incertitudes entourant ce site fondamentalement attractif et les prévisions nettement plus difficiles.

Croissance faible des rendements en mai

Si le mois de mai a été difficile pour les actions, il a été particulièrement bon pour les obligations d'État. Le rendement de l'obligation de la Confédération à dix ans est tombé à 0.8 %, ce qui a fait passer les taux hypothécaires à long terme en dessous des taux à court terme. Le Swiss Bond Index lié aux obligations (SBI AAA-BBB Total Return : +3.6 % depuis le début de l'année) a quelque peu progressé, mais les marchés boursiers mondiaux ont perdu en mai une partie de leurs gains annuels antérieurs. Avec 11'218 points (-1.9 % en mai), le Swiss Market Index (SMI) lié aux actions a performé légèrement moins bien que l'indice mondial des actions (MSCI World -1.3 %). Après les cinq premiers mois, il reste que plus la quote-part d'actions (respectivement la quote-part de toutes les valeurs réelles) est élevée, plus les portefeuilles sont nettement en hausse.

Nous continuons à maintenir la part d'actions neutre. Les portefeuilles équilibrés sont sur la bonne voie depuis le début de l'année (par ex. Revo2 : +5.6 %, Revo3 : +7.2 %). Les portefeuilles avec une part encore

plus élevée de valeurs réelles (actions, immobilier, infrastructure et placements sur le marché privé) connaissent une hausse plus importante (par ex. Revo4 : +8.3 %, Revo5 : +9.6 %). Les solutions axées sur les dividendes connaissent également une forte hausse (p. ex. RevoDividendes +10.5 % depuis le début de l'année). Dans les solutions de libre passage, le tableau se confirme, même si, compte tenu de la part plus élevée de fondations de placement à fluctuation faible, un ajustement d'évaluation (p. ex. des placements immobiliers et d'infrastructure) arrivera toujours avec retard.

Sur le plan des taux de change, le tableau a changé. Dans la perspective d'une nouvelle hausse possible des taux directeurs aux États-Unis cet été, le dollar s'est redressé par rapport à son plus bas niveau annuel : fin avril, le dollar s'échangeait à 0.91 contre le franc, mais fin mai, il était finalement à 0.90 (+1.8 % en mai, -1.5 % en 2023). L'euro s'est affaibli face au franc à 0.97 (-1.2 % en mai, -1.6 % en 2023).

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Mai 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-0.1% ↓	+2.8% ↑
Zugerberg Finanz R2	-0.1% ↓	+4.7% ↑
Zugerberg Finanz R3	+0.2% ↑	+6.2% ↑
Zugerberg Finanz R4	+0.5% ↑	+7.4% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.2% ↓	+5.8% ↑
Zugerberg Finanz RDividendes	-0.5% ↓	+9.7% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.1% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	+0.3% ↑	+5.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	+0.6% ↑	+7.2% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	+0.6% ↑	+8.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	+0.7% ↑	+9.6% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-0.1% ↓	+10.5% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.6% ↓	+0.1% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.8% ↓	-0.3% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.9% ↓	-0.2% ↓

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Mai 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.5% ↓	+1.1% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-0.4% ↓	+2.1% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R2	0.0% →	+3.2% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R3	0.0% →	+4.2% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.2% ↑	+5.5% ↑

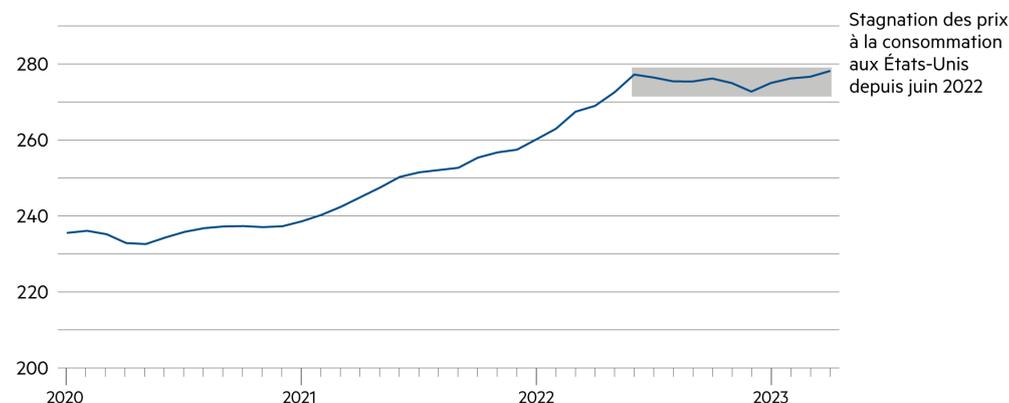
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Mai 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.1% ↓	+3.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.3% ↑	+5.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.6% ↑	+7.2% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.6% ↑	+8.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.7% ↑	+9.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-0.1% ↓	+10.5% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.6% ↓	+0.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.8% ↓	-0.3% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.9% ↓	-0.2% ↓

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

Macroéconomie

Les turbulences sur les marchés financiers sont sous contrôle



Stagnation des prix à la consommation aux États-Unis depuis juin 2022 (Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, CPI Less Shelter | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'économie mondiale est sur la voie de la reprise. Les turbulences sur les marchés financiers, qui se sont manifestées en particulier dans des banques régionales américaines peu réglementées, restent géographiquement limitées et gérables en termes de volume. La baisse des prix de l'énergie et la stabilité des prix des denrées alimentaires freinent l'évolution de l'inflation au cours du second semestre. Les pressions inflationnistes s'atténuent, tout comme les pressions monétaires. Aux États-Unis, les prix à la consommation stagnent depuis dix mois.

L'inflation est en baisse. Dans le monde entier, les coûts du transport sont revenus à des niveaux pré-pandémiques. Les pénuries en matière de livraisons, dues aux perturbations causées par les installations de production à l'arrêt, les entrepôts vides et les chaînes logistiques interrompues pendant la pandémie ainsi qu'à la forte demande de marchandises après la pandémie, ont nettement diminué.

Sans aucun doute, l'offre et la demande doivent s'équilibrer au niveau agrégé pour rétablir la stabilité des prix. En effet, le resserrement de la politique monétaire agit déjà avec un effet modérateur sur la demande, effet souhaité par les banques centrales de part et d'autre de l'Atlantique.

Cependant, cela n'entraînera pas nécessairement une récession. Les marchés du travail aux États-Unis et dans la zone euro restent extrêmement robustes. Les taux de chômage, même après une légère augmentation (USA : 3.7 %) se situent toujours à un niveau historiquement bas. Le nombre de personnes exerçant une activité lucrative a atteint un niveau record et la pénurie mondiale de main-d'œuvre qualifiée reste importante. Par conséquent, le risque de voir la conjoncture étouffée par un durcissement des conditions monétaires demeure plutôt limité.

L'indicateur d'activité de la Réserve fédérale d'Atlanta a récemment révélé que le PIB américain progressait actuellement à un taux de croissance de +2.0 %, soit un chiffre qui peut être agrégé à partir de 13 composantes qui permettent de calculer le PIB selon la méthode de pondération en chaîne appliquée par le US Bureau of Economic Analysis. Certes, la croissance de l'économie n'est plus aussi vigoureuse qu'à l'automne 2022. Toutefois, cela est considéré comme souhaitable. Une modération s'est récemment manifestée en particulier sur le plan des salaires, malgré le fait que plus de 300'000 nouveaux emplois non agricoles aient été créés en mai.

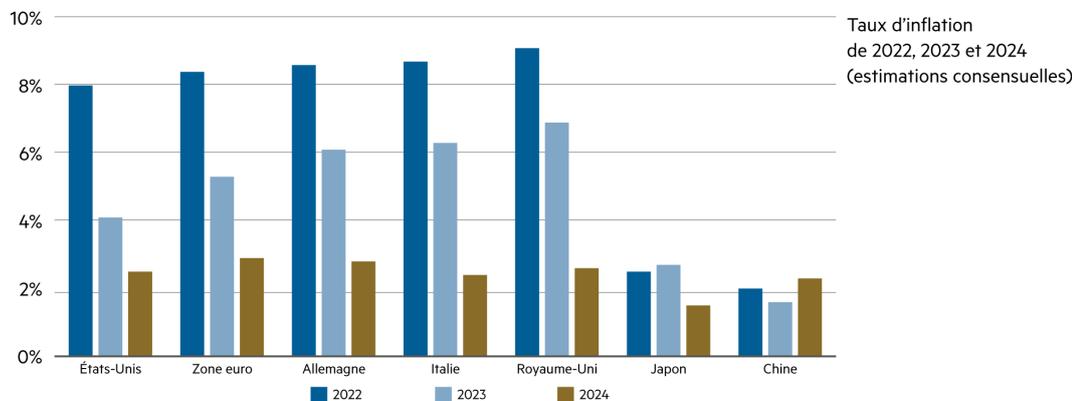
L'économie américaine a potentiellement connu une croissance de 2 % au cours des derniers mois. Dans le même temps, le taux de croissance était dernièrement légèrement plus élevé que le taux de croissance du PIB estimé à +1.3 % pour la deuxième moitié d'avril 2023. Il n'y a pas non plus de récession en juin 2023. Ainsi, les marchés boursiers américains ont démarré le mois sur une note positive. L'accord négocié de haute lutte entre le président Joe Biden et le président de la Chambre des représentants Kevin McCarthy sur un nouveau plafond de la dette y a également contribué.

Comme le montre le graphique, le taux d'inflation aux États-Unis, sans compter le logement, n'a augmenté que de 0.3 % entre juin 2022 et avril 2023, ce qui correspond à un niveau des prix stable. Le logement suit une évolution linéaire légèrement décalée par rapport à la hausse des taux d'intérêt, ce qui signifie qu'en cas de hausse des taux directeurs, le prix du logement renchérit. Étant donné que cet effet disparaît dès que le cycle de hausse des taux directeurs prend fin, il se justifie d'un point de vue économique de se focaliser sur les composantes du renchérissement hors logement.

Région	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Il incombe aux autorités de contrôle et de surveillance de faire baisser les prix de l'énergie et de couvrir les 90 % de prix plus bas par des contrats à long terme.
Zone euro, Europe	↗	↗	Les indices PMI composites de la zone euro continuent de se situer bien au-dessus de 50, c'est-à-dire dans la zone d'expansion.
Etats-Unis	→↗	↗	L'économie américaine croît en termes réels à un rythme d'environ +2 % par an, ce qui est impressionnant compte tenu de la forte augmentation des taux directeurs.
Reste du monde	↗	↗	Le taux d'inflation est plus faible dans les pays émergents que dans les pays industrialisés. Cela reste exceptionnel.

Liquidités, devises

L'inflation de base est de 2.2 %



Taux d'inflation de 2022, 2023 et 2024, estimations consensuelles (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

En Suisse, l'inflation est déjà retombée de manière significative. L'inflation de base se situe à 2.2 % et évolue à la baisse. La Suisse connaît actuellement une dynamique positive tenace, car une inflation de base faible renforce la monnaie, et un franc plus fort entraîne une baisse des prix à l'importation, ce qui a un effet modérateur sur l'inflation. La Banque nationale suisse (BNS) augmentera son taux directeur de 0.25 %, suite à quoi elle fera probablement une pause.

L'amélioration sur le plan de l'inflation est tangible. Dans la zone euro, elle était de 10.6 % en octobre 2022. Désormais, l'inflation de base se situe à 5.3 %. En Suisse, si l'inflation de base de 2.2 % est certes supérieure à l'objectif d'inflation fixé par la BNS, le prochain examen de la situation économique et monétaire du 22 juin ne devrait toutefois déboucher que sur une hausse de 0.25 % du taux directeur.

Les hausses «jumbo» de 0.75 % appartiennent au passé, et la période de taux directeur à -0.75 % est terminée depuis longtemps. Nous devrions maintenant nous approcher des 1.75 %, ce qui signifie qu'en l'espace de 15 mois, les taux directeurs auront augmenté de 250 points de base. Cela a entraîné des revers cuisants en de nombreux endroits, notamment sur le plan de l'évaluation des obligations et de l'immobilier. Entre-temps, le pic de l'inflation est derrière nous. Désormais, il ne s'agit plus «que» de savoir à quelle vitesse l'inflation reviendra dans la fourchette cible.

En comparaison internationale, les taux d'inflation en Suisse sont comparables à ceux du Japon et de la Chine ; toutefois, la pression sur les prix s'atténue nettement au niveau mondial. Les prix de l'énergie dans le commerce de gros ont un effet extrêmement désinflationniste. Depuis l'été 2022, lorsqu'il avait fallu déployer un parachute de secours de plusieurs milliards de dollars en faveur du groupe énergétique Axpo menacé d'insolvabilité avec l'argent de la Confédération, les prix spot et

à terme ont chuté de 80 % et 93 %. Dans toute l'histoire économique suisse, l'on n'avait encore jamais assisté à un recul aussi important des prix du gaz et de l'électricité. Que cette baisse des prix n'ait pas encore été répercutée sur les ménages et les entreprises par les nombreux monopoles énergétiques du pays est la conséquence directe d'un surveillant des prix débordé.

La part d'énergie d'un produit représente jusqu'à 10 % de la valeur ajoutée. Si les prix de l'énergie sont divisés ne serait-ce que par deux, le potentiel de réduction des coûts qui en résulte est considérable, et peut être affecté à l'augmentation des marges et/ou à la baisse des prix. Ce qui est certain, c'est que les prix à la production connaissent actuellement une baisse plus importante que les prix à la consommation, ce qui signifie que les marges des entreprises continuent d'augmenter cette année.

Un examen plus attentif du renchérissement mène aux notions d'inflation de base ou sous-jacente (en anglais «core inflation») et d'inflation globale (en anglais «headline inflation»). L'inflation de base est la forme lissée de l'inflation, et l'élément sur lequel une banque centrale est à même d'exercer la plus grande influence. C'est pourquoi les prix de l'énergie, qui sont souvent marqués par des fluctuations à court terme et se forment sur les marchés mondiaux hors des sphères d'influence des banques centrales, et les prix des denrées alimentaires, qui fluctuent fortement en fonction des saisons, sont exclus de cette forme d'inflation. Quant au concept d'inflation de base, il remonte aux années 1970. A l'époque, l'économiste Robert Gordon soulignait qu'il convenait en quelque sorte se concentrer sur le «cœur» de l'inflation, de sorte à l'extraire des fluctuations à court terme des facteurs d'influence externes.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	→	→	L'utilisation renforcée des services bancaires en ligne et des comparateurs numériques augmente la concurrence pour les dépôts. La pression pour obtenir des taux d'intérêt plus élevés s'intensifie.
Euro / Franc suisse	→	→	En mai, le cours de EUR/CHF a oscillé entre 0.99 et 0.97. La tendance est potentiellement à une stabilisation dans cette fourchette durant l'été.
Dollar américain / Franc suisse	→↓	↓	Le taux de change actuel est de 0.91. A terme, dans 12 mois, le dollar s'échangera toutefois nettement plus bas, soit à 0.87. La pression à la dévaluation persiste.
Euro / Dollar américain	→↑	→↑	En mai, ce taux de change est passé de 1.10 à 1.07, c'est-à-dire qu'il est resté pratiquement inchangé par rapport à son niveau du début de l'année.

Obligations

Changer les perspectives dans le tableau de la situation



Swiss Bond Index (AAA - BBB Total Return) du 1er janvier 2019 au 31 mai 2023 (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

Pour dresser un tableau de la situation, il convient de commencer par l'origine. Sur le plan macroéconomique, la phase qui a suivi la crise financière mondiale de 2008/2009 jusqu'à l'apparition de la pandémie en 2020 a été d'une stabilité exceptionnelle. Les coûts de financement et les taux d'intérêt réels étaient plus bas qu'au cours des 150 années qui ont précédé. La croissance économique était constante et le nombre de faillites a baissé. Les risques de crédit ont diminué en conséquence.

La résilience du système financier face aux évolutions négatives s'est sensiblement renforcée. La part moyenne de fonds propres de base des banques européennes a augmenté d'environ 60 % depuis 2008 ; le ratio de solvabilité des compagnies d'assurance a connu une évolution similaire. En outre, les entreprises ont amélioré leurs liquidités. Cela n'a guère fait augmenter le taux de défaillance, même pendant la pandémie de coronavirus.

Toutefois, pendant cette phase, des vulnérabilités se sont développées : la couverture des risques de fluctuation des taux d'intérêt était onéreuse. Ceux qui l'ont fait se sont laissé distancier par la concurrence. La BNS a maintenu son taux directeur à -0.75 % pendant plus de sept ans. Avec le temps, on a tendance à perdre le sens de ce qui se passe lorsque l'inflation s'accélère et que les taux directeurs subissent des hausses rapides et importantes dans le but de contrer la pression inflationniste. Par le passé, le fait de ne pas s'opposer à la politique des banques centrales était devenu une bonne «règle». Mais cette attitude a coûté beaucoup en termes de performance en 2022, car les banques centrales ont complètement sous-estimé l'évolution de l'inflation et ont constamment augmenté leurs prévisions d'inflation ainsi que, parallèlement, les taux directeurs. Les marchés obligataires ne se sont pas encore remis de cette situation.

La probabilité d'une hausse parallèle importante des taux directeurs,

des primes de risque de crédit et de la volatilité a été sous-estimée. D'autres chocs sont venus s'y ajouter : les tensions géopolitiques ont eu un impact sur les relations économiques mondiales, et le déclenchement de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine a nécessité un changement de paradigme en matière de politique énergétique et de sécurité. A cela est venu s'ajouter le défi critique de faire barrage au changement climatique. Des cyberattaques d'une ampleur encore insoupçonnée il y a dix ans ont récemment menacé continuellement le bon fonctionnement de l'économie.

Le cycle financier a subi un choc. Les taux directeurs ont augmenté de 500 points de base aux États-Unis et d'environ 300 points de base en Europe. Cela réduit la propension au risque. Des primes de risque plus élevées sont exigées pour les obligations d'entreprise. Les banques octroient des crédits avec davantage de réserve, et la demande de crédits de la part des entreprises s'atténue car, en raison de la hausse des taux d'intérêt, elles ont tendance à abandonner divers plans d'investissement.

A présent, l'augmentation des coûts de financement laisse entrevoir de nouvelles perspectives. Il est même possible que l'on assiste au recul de la croissance potentielle mondiale. En tous les cas, la marge de manœuvre de la politique fiscale et monétaire pour amortir les chocs comme par le passé a tendance à se restreindre. Les processus de production très gourmands en énergie n'ont guère d'avenir dans les pays qui ne disposent pas de ressources énergétiques importantes.

L'économie réelle s'adapte à ces conditions cadres. Il serait important de pouvoir disposer d'une boussole fiable. A défaut, le marché des capitaux exige des primes de risque plus élevées pour les obligations d'entreprise. Par conséquent, ceux qui repèrent des entreprises solides gagneront encore longtemps nettement plus de rendement avec les obligations d'entreprises qu'avec les obligations d'État.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→↓	→↓	La BNS a relevé son taux directeur à trois reprises en 2022 et une fois jusqu'à présent en 2023, le portant à 1.5 %, après l'avoir maintenu à -0.75 % pendant plus de sept ans.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les primes de risque de crédit qu'il est possible de gagner en plus des rendements des obligations d'État s'avèrent particulièrement intéressantes dans le segment BB - pour de nombreuses années.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Les obligations hybrides peuvent s'avérer particulièrement intéressantes, même avec un arrière-plan de biens de consommation (p. ex. Hero).

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Les obligations d'entreprises toujours plus intéressantes



(Source : Hero, 10 mai 2023)

Le mois de mai n'a pas seulement été marqué par des remboursements d'obligations, mais aussi par de nouvelles émissions d'une série d'obligations d'entreprises intéressantes. Dans les années à venir, il sera ainsi possible d'obtenir un rendement nettement supérieur à celui des obligations d'État, qui rapportent actuellement à peine 0.8 % par an sur les dix prochaines années. La prime de risque de crédit moyenne dans nos obligations d'entreprises est nettement plus élevée.

Après une période de faibles défaillances en 2021 et 2022, l'augmentation des défaillances en 2023 conduit les investisseurs à se demander si le prochain cycle de défaillance a déjà commencé et quel sera le niveau des taux de défaillance. Nous considérons la récente hausse des défaillances comme un retour à la normale et non comme le début d'un cycle de défaillance en tant que tel. En Europe en particulier, où se concentre notre portefeuille d'obligations d'entreprises, le taux de défaillance est relativement faible. Nous estimons qu'une récession généralisée est peu probable au cours des 12 prochains mois et ne prévoyons par conséquent qu'une hausse modérée du taux de défaillance pour cette année. Cela fera de 2023 une année de départ intéressante pour les investisseurs en obligations d'entreprises.

En mai, le Credit Opportunities Fund (COF) a notamment souscrit une obligation de l'entreprise Hero de Lenzburg (AG). La transaction a été financée par des fonds provenant d'un emprunt suisse pour l'immobilier commercial (Intershop), qui n'avait qu'un coupon de 1,125 % et qui avait été remboursé. Le nouvel emprunt hybride de Hero affiche une structure favorable aux investisseurs et sera rémunéré à 5.0 % par an au

cours des cinq prochaines années.

Nous avons également acquis une obligation d'une entreprise spécialisée dans le secteur des laboratoires résistant aux crises (ADDvise Group). L'entreprise, qui se concentre surtout sur le marché américain à marge importante, paie un coupon variable de 5 % au-dessus du taux directeur. Le coupon est un peu plus élevé pour la société munichoise Central Media, qui fait partie de la société de participation zougnoise de la famille Brenninkmeijer (entre autres, C&A) et qui finance une acquisition intéressante avec l'obligation. La famille est au bénéfice de 175 ans d'histoire d'entreprise et soutient les entreprises de succès dans leur futur développement. L'obligation à cinq ans de Zitron nous a également semblé attrayante. Cette société exerce ses activités dans le nord de l'Europe avec cinq navires spécialisés dans les services aux parcs éoliens offshore pour le compte d'entreprises de premier plan comme Siemens Gamesa, Orsted et RWE. De telles transactions permettent de renforcer la résistance du COF et de garantir son rendement à moyen terme.

Le Zugerberg Income Fund (ZIF) a également procédé à plusieurs achats en mai, notamment de nouvelles émissions intéressantes dans le secteur financier (Zürcher Kantonalbank, Cembra Money Bank, Banco Santander, Charles Schwab, State Bank India) ainsi que dans l'approvisionnement énergétique durable (Energias de Portugal, Fortum) et l'industrie (Stora Enso, la plus ancienne société anonyme du monde, et UPM-Kymmene, le plus grand groupe de production de papier d'Europe).

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+2.1 %	-0.5 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-11.8 % (-2.5 %)	+19.2 % (+1.7 %)
Quantité de mois de performance positive :	58 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	314 PB (+6 PB)	742 PB (+13 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

Les valeurs immobilières stagnent, les valeurs d'infrastructure prospèrent



(Source : Flughafen Zürich)

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 avec solidité et au-dessus de la moyenne.

L'emprunt de la Confédération à dix ans ne rapporte plus que 0.8 %. Il s'agit de la valeur la plus faible de l'année en cours, qui a également une incidence sur les hypothèques fixes à long terme. Les hypothèques fixes à court terme ont tendance à devenir plus chères, tandis que celles à long terme ont baissé. Selon le service de comparaison en ligne Moneypark, l'indice des hypothèques a atteint son plus haut niveau de l'année. Les 2.9 % indiqués pour les hypothèques à taux fixe sur cinq ans et les 3.1 % pour les hypothèques à taux fixe sur dix ans constituent des conditions standards qui laissent encore une marge de manœuvre pour la négociation à la baisse.

Il en va de même pour l'hypothèque Saron, qui est récemment passée sous la barre des 2.4 %. Le Saron (abréviation de Swiss Average Rate Over Night) est un taux d'intérêt de référence suisse. Il est étroitement lié au taux directeur officiel de la Banque nationale suisse (BNS), avec en plus une marge spécifique au client. Dans l'ensemble, le potentiel d'économie que représente l'hypothèque Saron est actuellement en diminution par rapport à l'hypothèque fixe, même si l'hypothèque Saron pourrait redevenir plus avantageuse en 2024.

Les valeurs immobilières ont souffert de la hausse des taux d'intérêt.

L'expérience montre que le processus d'adaptation des prix est plus long pour les valeurs non cotées, alors que les choses se passent plus rapidement en bourse. Les figures de proue du marché de l'immobilier de bureau que sont Swiss Prime Site (-38 %) et PSP Swiss Property (-37 %), se situent nettement plus bas que lors de la phase antérieure à la pandémie en mars 2020. Par conséquent, il n'est pas surprenant que même les fonds immobiliers suisses à vocation commerciale ne se négocient plus avec un agio, mais bien plutôt avec un disagio. Ce nonobstant, le rendement sur distribution moyen est passé pour la première fois sous la barre des 3 %.

En revanche, les sociétés d'infrastructure continuent à afficher une évolution positive. Certaines entreprises d'infrastructure ont nettement surperformé l'ensemble du marché des actions depuis le début de l'année. Le groupe énergétique bernois BKW a réalisé une belle progression depuis le début de l'année (+29 %) et est désormais valorisé à 8.6 milliards de francs. Sur ce montant, 52.5 % appartenaient au canton de Berne et 10.0 % au Groupe E.

Les actions de Flughafen Zürich ont atteint une altitude similaire (+23 % depuis le début de l'année). Grâce à la part plus importante de revenus immobiliers stables, au potentiel d'expansion, au commerce de détail et à une activité internationale en hausse qui a une incidence positive sur les rendements, Flughafen AG dispose encore d'un potentiel considérable pour augmenter sa rentabilité, même avec un volume de trafic équivalent. Le groupe d'infrastructure Veolia Environnement, fortement axé sur l'eau/l'assainissement et la gestion des déchets, a également connu une évolution robuste depuis le début de l'année (+15 %).

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	→↑	Le volume des transactions s'est un peu tassé, dû au fait que l'écart entre acheteurs et vendeurs s'est sensiblement creusé (c'est-à-dire avec des différences d'opinion importantes).
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	En Suisse, la problématique de l'immobilier commercial n'est pas comparable aux grands défis des États-Unis.
Fonds immobiliers CH	→	→↑	On ne peut donc que spéculer sur la juste évaluation. Le fait est que SPS (-3 %) et PSP (-8 %) ont subi des pertes importantes depuis le début de l'année.
Actions et fonds d'infrastructures	↑	↑	BWK (+8 % en mai) s'est avérée de loin la meilleure valeur d'infrastructure du portefeuille. Seules les actions de l'aéroport de Zurich (+2 %) ont également terminé en hausse.

Actions

Hausse durable pour les actions



Le Swiss Market Index (SMI) sur les 5 dernières années (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

Le SMI a fortement progressé en avril (+3 %) et a quelque peu reculé en mai (-2 %). S'il arrive parfois que ces fluctuations mensuelles soient beaucoup plus fortes, cela ne change rien à l'observation selon laquelle les actions augmentent à long terme en tant que valeur réelle, tandis que les valeurs nominales comme les emprunts d'État et les obligations de caisse conservent leur valeur nominale. Après le pic de février 2020, il a fallu un an et demi avant que celui-ci ne soit à nouveau dépassé. L'avenir nous dira quand le SMI atteindra à nouveau le sommet du début de l'année 2021/22.

Les valeurs nominales rapportent tout de même aujourd'hui à nouveau des intérêts légèrement positifs. En revanche, les valeurs réelles augmentent en période légèrement inflationniste. Si les coûts des intrants augmentent effectivement d'une part, d'autre part il y a aussi des hausses de prix. Au bout du compte, le chiffre d'affaires nominal et les bénéfices sont nettement plus élevés, ce qui fait augmenter le cours des actions.

Naturellement, il ne s'agit pas d'un processus linéaire, et l'écart par rapport à la tendance à long terme peut même durer deux, trois ou plusieurs années. Mais la situation économique sous-jacente est évidente depuis bien plus d'un siècle. Certains investisseurs nourrissent trop d'inquiétudes à court terme en raison des nouvelles quotidiennes et des fluctuations y relatives.

Toutefois, les cours des actions à court terme incarnent souvent bien plus les fluctuations d'humeur que les changements fondamentaux. Par exemple, les cours des assureurs Swiss Life et Axa ont perdu environ 10 % en mai, soit l'une des plus fortes baisses de cours dans nos dépôts basés sur des titres individuels. Pourtant, après un examen plus attentif, la situation n'était pas si tragique. Avec un rendement du

dividende d'environ 6 % versé en mai, la perte de cours observée au départ se réduit déjà considérablement si l'on considère le rendement global. Si l'on tient également compte des deux premiers jours de négoce de juin, considérés comme des jours de reprise après l'accord sur la dette aux États-Unis, la situation se relativise encore plus. Les actions d'Axa et de Swiss Life ont gagné respectivement 3 % et 2 %, de sorte que le rendement global peut être considéré comme stable sur les cinq dernières semaines.

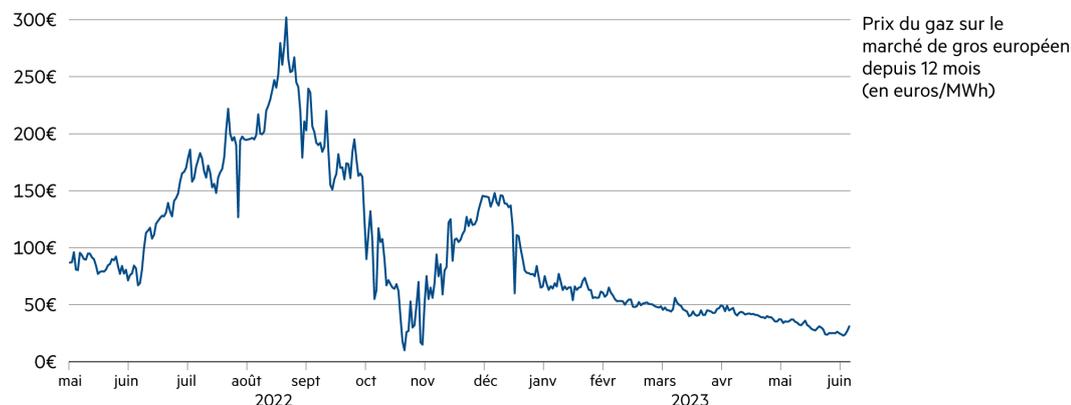
De l'autre côté du spectre, les actions technologiques comme celles du groupe mondial Alphabet (Google) avec +14 % et de la société de taille plutôt modeste u-blox, issue de l'EPF de Zurich, avec +9 %, sont les gagnantes du mois de mai. Pour la première société, le gain de cours depuis le début de l'année s'élève à 39 %, ce qui s'explique par l'amélioration fondamentale de l'estimation de qui sortira gagnant de l'utilisation de l'intelligence artificielle. Pour la deuxième société, la capitalisation boursière est faible. Certaines commandes de clients individuels, des rapports d'analystes ou même des ordres d'achat peuvent déjà entraîner des fluctuations considérables. De telles flambées ne sont pas inhabituelles, raison pour laquelle nous ne recourons à des sociétés faiblement capitalisées que dans le cadre de solutions relativement risquées.

Nous restons prudents et disciplinés lors de la sélection des actions et maintenons notre concentration sur la Suisse avec une quote-part d'actions actuellement neutre. Des stratégies à long terme convaincantes, des bilans robustes ainsi que des positions de leader sur le marché constituent trois critères de sélection importants. Nous accordons une importance particulière à la résilience conjoncturelle dans la phase économique actuelle.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	→↑	↑	Le mois de juin a commencé sur une note positive. En particulier, les perspectives industrielles s'éclaircissent à nouveau. Les craintes de récession diminuent.
Actions Zone euro / Europe	→↑	↑	Les actions des secteurs du voyage et des produits de luxe, de même que les titres technologiques ont fortement progressé. Jusqu'à présent, les perdants de l'année sont les actions liées à l'énergie et aux matières premières.
Actions Etats-Unis	→	↑	Cette économie exceptionnelle se tourne constamment vers de nouveaux marchés et technologies, ce qui offre des opportunités d'investissement intéressantes.
Actions Pays émergents	→↑	↑	Les pays émergents bénéficient de taux d'inflation faibles et d'une dynamique de croissance structurellement plus élevée. L'Inde en profite tout particulièrement.

Placements alternatifs

Normalisation des prix de l'énergie et de l'électricité



Prix du gaz sur le marché de gros européen depuis 12 mois (Source : Bloomberg Finance , Prix du gaz TTF pour les livraisons physiques | Graphique : Zugerberg Finanz)

Le changement économique le plus important de ces douze derniers mois est certainement le prix de l'énergie. Depuis le début de l'année et la création de nombreux terminaux de gaz liquéfié, les prix de gros du gaz et de l'électricité ont connu une nette tendance baissière. Les prix du pétrole, du kérosène et du mazout ont également chuté. Par conséquent, les entreprises et les consommateurs seront fortement soulagés dans les mois à venir.

Au cours de ces dernières semaines, les données chinoises pour le mois d'avril se sont détériorées, car les données concernant les importations, l'inflation et les crédits bancaires se sont avérées plus faibles que prévu. L'épée de Damoclès du défaut de paiement a longtemps pesé sur les États-Unis. Des données solides sur l'emploi américain continuent de soutenir l'économie américaine et la formation générale des prix pour la croissance cyclique. Pourtant, face à un scénario menaçant pour la conjoncture, les spéculateurs en matières premières se sont débarrassés de leurs stocks de pétrole et de gaz thésaurisés, ce qui a rapidement entraîné une baisse des prix. Aux États-Unis, le pétrole brut de type WTI se négocie à 40 % de moins qu'il y a un an. De plus, les marges de raffinage ont de nouveau baissé.

En règle générale, les matières premières sont la classe d'actifs qui s'en sort le moins bien en cas de normalisation de l'inflation. C'est ce que l'on a pu observer à nouveau ces derniers mois, également pour les actions liées à l'énergie et aux matières premières. En particulier, lorsque la demande s'affaiblit, les marchés des matières premières intègrent

davantage de risques de croissance. Il est possible que les récentes baisses importantes des prix du pétrole soient dues à des craintes excessives de récession, de positionnement et d'offre excédentaire. En tous les cas, même le cartel pétrolier OPEP+, mené par l'Arabie saoudite et la Russie, est encore capable de faire bouger les choses avec ses annonces réitérées de réductions de production.

La forte baisse des prix du pétrole a également été accompagnée par des bouleversements dans les actifs exposés à l'énergie, les actions énergétiques américaines et européennes comme Chevron et Equinor étant les plus touchées. Mais les titres énergétiques du secteur de la décarbonisation (énergie éolienne, énergie solaire, énergie hydraulique) encaissent également le coup de la forte baisse des prix de gros de l'énergie et de l'électricité.

La faible production industrielle aux États-Unis, en Chine et en Europe a entraîné une réduction de la demande en énergie, mais a également pesé sur les prix des métaux industriels et des opérateurs miniers correspondants. Les inquiétudes liées à la faiblesse des indices des directeurs d'achat dans le secteur commercial exercent une pression supplémentaire à la baisse.

La performance de l'or en francs suisses (Bloomberg : XAUCHF) a en revanche été à peu près identique à celle du SMI jusqu'à présent sur l'année, sauf que l'or n'a pas distribué de dividendes. L'or peut être considéré comme un diversificateur de portefeuille, mais nous considérons que son potentiel de hausse est restreint.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	Les fortes baisses des prix du pétrole intervenues récemment sont probablement dues à des craintes excessives de récession, à de nouveaux positionnements et à une offre excédentaire.
Or / Métaux précieux	→	↗	L'or et l'argent ont perdu quelque peu en attractivité ces derniers mois. L'argent s'échange à 21.40 francs l'once, l'or à 1'787 francs.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Nous considérons que les obligations d'assurance subordonnées à notation High Grade, couvertes en francs suisses, sont particulièrement attrayantes.
Private Equity	↗	↗	Dans l'attente de dévaluations, de nombreux placements se négocient avec une décote (attractive) à deux chiffres par rapport à la fortune nette de placement inscrite au bilan.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)	Performance annuelle (en CHF)					
		31.05.2023	05/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
Actions							
SMI	CHF	11'217.9	-1.9%	+4.6%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'788.5	-1.9%	+7.7%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'664.0	-2.8%	+10.8%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'098.7	-6.4%	+8.0%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	26'051.3	-4.9%	+8.2%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'446.1	-4.5%	+1.5%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'218.0	-4.4%	+9.5%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	32'908.3	-1.1%	-1.5%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'179.8	+2.7%	+8.0%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	12'935.3	+8.4%	+22.6%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	30'887.9	+6.8%	+10.1%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	62'622.2	+3.8%	+2.1%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'800.6	+1.2%	+6.7%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	958.5	+0.5%	-0.6%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	154.1	-0.7%	+1.3%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.8	-1.3%	+1.1%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	315.3	-0.9%	+0.9%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	254.2	-1.0%	+0.1%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	172.7	+2.5%	+8.2%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	143.1	-1.6%	+0.4%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.8	+0.2%	+2.1%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	175.8	+0.6%	+2.2%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.6	-1.9%	+0.8%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	550.2	-1.3%	+1.8%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	158.4	0.0%	+1.9%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	269.8	+0.5%	+3.2%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	57'466.9	+0.7%	+3.8%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	98.0	-3.8%	-13.9%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'271.1	+0.7%	+2.3%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'367.8	+1.2%	-1.7%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.9107	+1.8%	-1.5%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9734	-1.2%	-1.6%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.6532	-0.4%	-7.4%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1330	+0.8%	+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. 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 31/05/2023 ; données économiques au 31/05/2023 ; pronostics économiques au 31/05/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.