



Wilensee près de Finstersee Menzingen, canton de Zoug (photo : Andreas Busslinger)

## La récession à nouveau reportée

La récession économique mondiale prédite par beaucoup («nous sommes en plein dedans») est reportée encore une fois. Au début du troisième trimestre, le produit intérieur brut (PIB) réel des États-Unis se trouve actuellement sur une trajectoire de croissance annualisée d'environ +2 %. Quant à la région économique asiatique, de l'Inde à la Corée du Sud, elle connaît un chemin de croissance solide d'environ +4 % par an entre 2023 et 2025, qui s'accompagne d'importantes baisses des taux directeurs. En Asie, c'est moins l'inflation qui pose problème que le caractère déflationniste d'une concurrence intense.

En Europe de l'Ouest, l'économie connaît une légère croissance malgré les mesures de freinage de la politique monétaire (2023 : +0.6 %). L'Allemagne, locomotive de ces dernières années, stagne et l'inflation est toujours sensiblement supérieure à la valeur cible de la Banque centrale européenne. En revanche, le sud de l'Europe et le PIB de la Suisse sont en croissance. Dans notre pays, le secteur des services est en plein

essor et le marché du travail est resté robuste, comme à de nombreux endroits. Dans l'Est de l'Europe, la croissance est un peu plus élevée. Le pic de l'inflation y est déjà loin derrière et les banques centrales d'Europe de l'Est baissent par conséquent leurs taux directeurs, comme dans la plupart des pays émergents, même en Amérique latine.

On peut aussi l'exprimer autrement : celui qui a su résister au simple réflexe de déduire une récession d'une courbe des taux inversée a jusqu'ici obtenu un bon résultat de portefeuille. Celui qui, en raison des craintes de récession, a sous-pondéré les actions ou même exclu les actions du secteur technologique, n'a guère réussi à tirer son épingle du jeu au cours du premier semestre. Dans la perspective du second semestre, il s'agira de consolider les succès obtenus et de continuer à les développer. Les marchés obligataires en particulier recèlent un potentiel risque / rendement intéressant que nous souhaitons exploiter.

## La prise de risques récompensée au premier semestre

Au premier semestre, le rendement de l'obligation de la Confédération à dix ans est passé de 1.5 % à 0.9 %. Une telle situation n'est pas prévue pour le second semestre. Toutefois, il est possible de constater que les obligations ont permis de regagner un peu de terrain au premier semestre. Le marché des actions a eu un impact encore plus important : avec 11'280 points (+5.1 %), le Swiss Market Index (SMI) a performé nettement moins bien que l'indice mondial des actions (MSCI ACWI Index +9.5 % en francs). Dans ce contexte, nous avons maintenu la quote-part d'actions à un niveau neutre et laissé courir les gagnants sans procéder à des «rebalancings». Cela a permis de générer au premier semestre des rendements de portefeuille d'autant plus élevés que la quote-part d'actions (ou la quote-part de toutes les valeurs réelles) était élevée.

Pour l'instant, la part d'actions reste neutre. Cependant, il est possible de réagir rapidement à une détérioration de l'évolution économique. Les portefeuilles équilibrés connaissent une hausse impressionnante depuis le début de l'année (par ex. Revo2 +6.0 %, Revo3 +7.7 %). Les portefeuilles avec une part encore plus élevée de valeurs réelles (actions, immobilier, infrastructure et placements sur le marché privé) connaissent une hausse encore plus importante (par ex. Revo4 : +9.0 %, Revo5 : +10.3 %). Les solutions axées sur les dividendes conviennent également avec des rendements solides (p. ex. RevoDividendes +12.0 % 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 illiquides, un ajustement d'évaluation (p. ex. des placements immobiliers et d'infrastructure) arrivera toujours avec quelques mois de retard.

## Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Juin 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	+0.0% →	+2.8% ↗
Zugerberg Finanz R2	+0.7% ↗	+5.4% ↗
Zugerberg Finanz R3	+0.7% ↗	+7.0% ↗
Zugerberg Finanz R4	+1.0% ↗	+8.5% ↗
Zugerberg Finanz R5	+1.1% ↗	+6.9% ↗
Zugerberg Finanz RDividendes	+1.1% ↗	+10.9% ↗
Zugerberg Finanz Revo1	-0.2% ↘	+2.8% ↗
Zugerberg Finanz Revo2	+0.4% ↗	+6.0% ↗
Zugerberg Finanz Revo3	+0.5% ↗	+7.7% ↗
Zugerberg Finanz Revo4	+0.6% ↗	+9.0% ↗
Zugerberg Finanz Revo5	+0.7% ↗	+10.3% ↗
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+1.3% ↗	+12.0% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.1% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+1.4% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+1.7% ↗	+1.5% ↗

## Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Juin 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.2% ↘	+0.9% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.1% ↗	+2.2% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.5% ↗	+3.8% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.6% ↗	+4.9% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.7% ↗	+6.2% ↗

## Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Juin 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.2% ↘	+2.8% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.4% ↗	+6.0% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.5% ↗	+7.7% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.6% ↗	+9.0% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.7% ↗	+10.3% ↗
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+1.3% ↗	+12.0% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.1% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+1.4% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+1.7% ↗	+1.5% ↗

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

Macroéconomie

## Croissance modérée au second semestre



Zurich, Rennweg, 6 juin 2023 (photo : mise à disposition)

Au premier semestre 2023, les pays industrialisés ont enregistré une croissance économique inférieure à la moyenne et les perspectives de croissance restent modérées après les mesures de freinage les plus importantes sur le plan de la politique monétaire de ces dernières décennies. Les pressions inflationnistes s'affaiblissent et une pression déflationniste émerge de la région asiatique. Immédiatement après la pandémie, une reconstitution des stocks a eu lieu en de nombreux endroits. Les chaînes d'approvisionnement étant intactes, l'on assiste actuellement à nouveau à une réduction des stocks et des soldes estivaux ont lieu de manière anticipée.

Même si la croissance économique devait évoluer de manière plutôt modérée au cours du second semestre, aucune récession économique mondiale n'est à l'ordre du jour. Alors que les économies asiatiques continuent globalement de croître fortement (avec un taux de croissance d'environ +4 % par an), l'Amérique du Nord connaît actuellement une croissance d'environ +2 %. En Europe, les taux de croissance du produit intérieur brut se situent souvent entre 0 % (Allemagne) et +1 % (Suisse). La croissance du sud de l'Europe est plus forte grâce au tourisme.

Le ralentissement de la conjoncture attendu au second semestre se traduit par une baisse des taux d'intérêt à long terme. Ces derniers anticipent en outre l'évolution tendancielle de l'inflation. Les prix à la production massivement plus faibles en Chine entraînent même des baisses de prix. Les taux de croissance modestes devraient se redresser quelque peu au cours des années 2024 et 2025. Dans ce cadre, le marché du travail robuste joue un rôle important, ce qui contribue à compenser les pertes de pouvoir d'achat dues au renchérissement et les conditions de financement plus restrictives.

Comme par le passé, les défis sont toujours multiples aujourd'hui : parmi les grands thèmes figurent l'inflation supérieure à la moyenne dans les pays industrialisés occidentaux, le manque de main-d'œuvre qualifiée et la pression sur les salaires qui en découle, les changements géopolitiques et partant, des mesures de réduction des risques et de génération de coûts supplémentaires, comme des chaînes d'approvisionnement plus stables (p. ex. par le near-shoring, le friend-shoring, etc.).

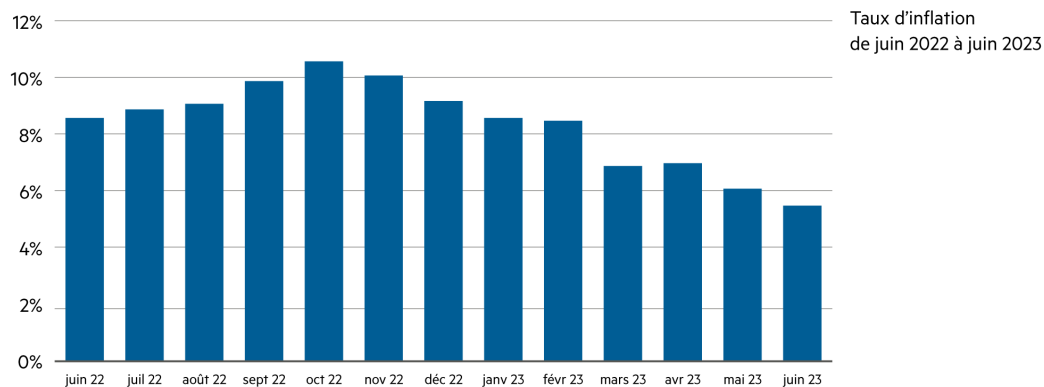
Il existe également des défis à relever dans les domaines de la numérisation, de la décarbonisation et l'utilisation de l'intelligence artificielle afin d'améliorer l'efficacité. Ces défis sont liés aux investissements et à la croissance. Dans le même temps, il convient de préserver l'équilibre financier face à l'augmentation des coûts de financement. En Europe, nous sommes également confrontés à un changement structurel historique en termes de politique énergétique et de démographie.

L'avenir a besoin d'innovations. Cela va changer beaucoup de choses. Nous allons devoir changer, car le changement peut représenter une opportunité de maintenir la prospérité et de la développer sur le long terme. Toutefois, nous ne savons pas encore précisément où cela nous mènera à court et moyen terme. Nous constatons également ce phénomène sur les marchés immobiliers, qui ressentent également les changements de contexte (coûts de financement plus élevés, modification fondamentale de la demande). Au cours des derniers trimestres, la croissance des prix des maisons individuelles et des appartements en copropriété a connu un net ralentissement, tandis que les prix des immeubles d'habitation ont sensiblement baissé. Pour de nombreux immeubles commerciaux, des ajustements de valeur négatifs sont même imminents – avec des conséquences pour l'industrie de la construction et ses fournisseurs.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	→↗	↗	Les prix à la consommation ont stagné en juin (+0.1 %) et ne sont plus que de 1.7 % supérieurs à ceux du même mois de l'année précédente.
Zone euro, Europe	→↗	↗	Les dernières prévisions de la BCE pour le PIB réel sont de +1.0 % (2023), +1.5 % (2024) et +1.6 % (2025), avec des taux d'inflation de +3.0 % (2024) et +2.2 % (2025).
Etats-Unis	→↗	↗	L'économie américaine continue de croître d'environ +2 % en termes réels. Cette résilience est imputable au marché du travail robuste et aux excédents d'épargne privée.
Reste du monde	↗	↗	Les constructions massives d'infrastructures de ces dernières années ont littéralement jeté les fondements d'une dynamique croissante de l'économie nationale en Inde.

Liquidités, devises

## La nature de l'inflation change



Taux d'inflation dans la zone euro, variation en % par rapport au même mois de l'année précédente (source : Eurostat - Taux d'inflation IPCH | Graphique : Zugerberg Finanz)

Dans la zone euro, bien que l'inflation soit encore élevée, elle se rapproche peu à peu de l'objectif à long terme de 2 %. En octobre 2022, le taux d'inflation était encore de 10.6 %. En juin, il était de 5.5 % selon les premières estimations de l'office statistique Eurostat. Dans certains pays, il est bien inférieur (Espagne : 1.6 %, Grèce : 2.7 %). En Suisse également (1.7 %), le taux d'inflation n'est que légèrement supérieur au niveau de l'année dernière.

Les données relatives à l'inflation et à la conjoncture continuent à monopoliser l'attention, car l'on souhaite en déduire de nouvelles indications sur la future politique monétaire et des taux d'intérêt. Aux États-Unis, le taux d'inflation de 4.0 % à la fin mai est déjà nettement plus faible qu'il y a six mois. En juin, on devrait même voir pour la première fois un «3» avant la virgule. Les estimations des économistes tablent sur 3.1 % à la fin juin.

Le principal domaine qui contribue encore à l'inflation aux États-Unis est le coût du logement, qui découle directement du taux directeur de la Federal Reserve (Fed). Étant donné que la Fed ne regarde pas en avant, mais en arrière, elle devrait, en dépit des dix hausses déjà effectuées, en ajouter une onzième, qui serait selon elle «nécessaire» en raison de sa propre action. À cela est liée la crainte que les banques centrales sous-estiment entre-temps les risques de croissance et surestiment les risques d'inflation. Cela augmente le risque de surtension de la politique monétaire.

En Suisse également, l'inflation continuerait de baisser si la Banque nationale suisse (BNS) n'avait pas augmenté ses taux directeurs. Sa politique monétaire, devenue dernièrement restrictive compte tenu de

la situation locale, a pour effet d'augmenter le taux d'intérêt de référence et partant, les loyers. Si la baisse des prix du pétrole et du gaz, la stabilisation des prix des denrées alimentaires et le recul des prix à l'importation exercent effectivement une pression déflationniste, l'impulsion générée par la hausse des loyers ne devrait toutefois pas être suffisamment importante pour entraîner plusieurs augmentations du taux directeur. En tous les cas, nous nous attendons à ce que l'inflation continue à évoluer dans la fourchette cible de la BNS (0 % à 2 %) au cours des mois et des trimestres à venir.

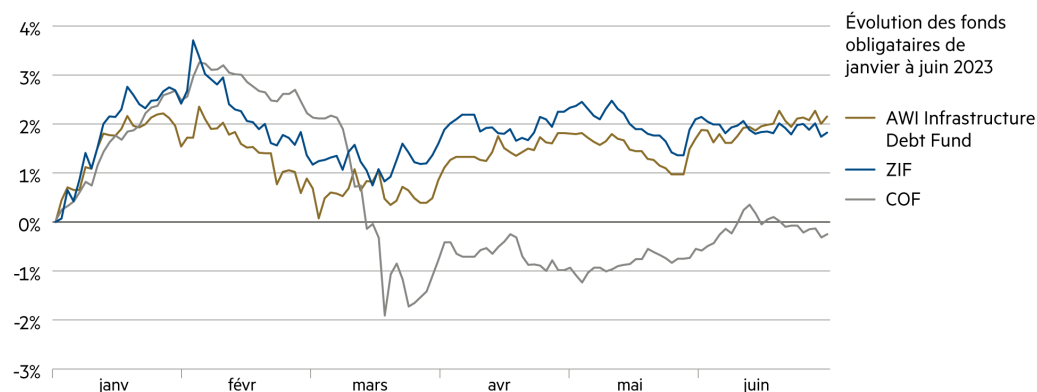
Les différences importantes entre les pays constituent un défi particulier pour la BCE. Alors que les taux d'inflation sont déjà bas dans le sud de l'Europe, qui est en pleine croissance, ils dépassent encore 6 % dans les pays qui ont plutôt tendance à la stagnation (Allemagne). La création d'une politique monétaire uniforme pour un espace économique qui se compose de structures économiques très différentes selon les régions, représente une tâche exigeante.

Cela met également en évidence un autre défi. Lorsque la politique fiscale diffère d'un pays à l'autre, une politique monétaire uniforme ne peut de toute façon jamais être «correcte». Paradoxalement, les impulsions fiscales des années de la pandémie continuent à produire leurs effets lors de la phase postpandémique. Par exemple, l'excédent d'épargne des ménages privés américains est estimé à plus de 2'000 milliards de dollars, soit près de dix pour cent du PIB. Ces réserves financières stabilisent jusqu'à aujourd'hui la demande économique globale, malgré le coup de frein de la politique monétaire.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	→↗	→	Les coussins financiers stabilisent la demande économique globale jusqu'à aujourd'hui. Cela ne vaut pas seulement pour les États-Unis, mais aussi pour l'Europe et donc, pour la Suisse.
Euro / Franc suisse	→	→	Selon la BCE, les anticipations d'inflation des consommateurs de la zone euro ont nettement diminué à 12 mois et à 3 ans. Cela a renforcé l'euro.
Dollar américain / Franc suisse	→↘	↘	La pression à la dévaluation persiste, car pour continuer à offrir un ancrage sûr et crédible, la politique monétaire doit être convaincante dans la lutte contre l'inflation.
Euro / Dollar américain	→↗	→↗	En juin, l'euro s'est apprécié, ce qui a permis de terminer le premier semestre 2023 à un taux de 1.09 en faveur d'un rapport euro / dollar plus élevé (+1.9 %).

Obligations

## Les obligations contribuent à nouveau au rendement



Trois évolutions de fonds obligataires du 1er janvier 2019 au 30 juin 2023 (source : Bloomberg Finance LP | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Au cours du premier semestre 2023, les obligations ont à nouveau contribué au rendement du portefeuille, bien que les hausses des taux directeurs se poursuivent et que les courbes des taux envoient de forts signaux de récession. Au premier semestre, le fonds phare «Zugerberg Income Fund» s’est clairement positionné dans la meilleure moitié des fonds obligataires avec un rendement total de +1.8 %, malgré le fait qu’il se réfère presque exclusivement à des obligations d’entreprises.**

L’environnement obligataire reste exigeant jusqu’à ce que le «pic des taux d’intérêt» soit atteint. Cela devrait se produire au troisième trimestre 2023 : un peu plus tôt aux États-Unis que dans la zone euro. Cependant, le cycle de hausse des taux directeurs a également commencé plus tôt aux États-Unis. Actuellement, les marchés tablent implicitement sur une dernière hausse des taux de 25 points de base aux États-Unis le 26 juillet. La probabilité de voir une telle hausse de taux se produire est présentement de 91 %. Ce faisant, le pic des taux d’intérêt de l’ordre de 5.4 % devrait être atteint. La politique monétaire restrictive engendre un effet de freinage sur l’inflation, qui est déterminée principalement par la demande.

Dans la zone euro, l’on ne saurait tabler pour l’heure sur le fait que la Banque centrale européenne (BCE) renonce à sa politique de resserrement en raison de l’inflation élevée. On s’attend plutôt à une nouvelle hausse du taux directeur de l’ordre de 25 points de base le 27 juillet (probabilité de 90 %) et le 14 septembre (probabilité de 69 %). Ainsi, le taux de l’argent au jour le jour augmenterait de 3.4 % actuellement à

3.9 %, voire même 4.0 %. Actuellement, on s’attend à ce que les taux directeurs restent à ce niveau pendant une bonne partie de l’année 2024. Ce n’est que lorsque le pic des taux d’intérêt sera atteint que les perspectives pour les obligations s’amélioreront.

Nous n’en sommes pas encore là. Une hausse des taux d’intérêt de 25 points de base (probabilité de 80 %) est également attendue lors de l’examen de la situation monétaire par la Banque nationale suisse (BNS) le 21 septembre. Le pic des taux d’intérêt en Suisse se situerait ce faisant à 2.0 %. La baisse des prix du pétrole et du gaz a un effet modérateur sur l’inflation, à l’instar de la force du franc, qui s’est apprécié de 3 % par rapport au dollar au cours du premier semestre. La BNS craint les effets de second tour et la hausse des loyers, ainsi que la pression inflationniste venant de l’étranger.

Toutefois, la croissance modeste en Suisse et en Europe ne pourra pas maintenir la pression inflationniste. Il est plutôt probable que le chômage augmente au second semestre et que l’utilisation des capacités de production diminue quelque peu, augmentant de ce fait la pression pour faire baisser les prix.

Étant donné que le marché obligataire en CHF n’offre pas la diversité souhaitée pour constituer un portefeuille d’obligations diversifié, les grands marchés en euros et en dollars sont sollicités ; toutefois, dans chaque cas les risques de change sont à nouveau éliminés. C’est pourquoi nous devons examiner la question de savoir si l’entreprise est en mesure de faire front aux taux correspondants dans la zone économique concernée.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→↓	→↓	Les obligations de la Confédération rapportent 1.2 % (2 ans) à court terme et 0.9 % (10 ans) et 0.8 % (30 ans) à long terme : cela illustre comment se présente une courbe des taux inversée.
Obligations d'entreprises	↗	↗	La force de la transmission de la politique monétaire dans un secteur spécifique revêtira une grande importance pour l'évaluation spécifique des obligations d'entreprises.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	En ce qui concerne les obligations à rendement élevé, nous nous concentrons davantage sur les entreprises familiales et sur celles dont les propriétaires ont une «poche profonde», au vu des perspectives incertaines.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

## Accent sur les entreprises solides



Borne d'affichage de Funkwerk servant à informer les voyageurs ferroviaires (Funkwerk fait partie du groupe d'entreprises Hörmann)

Avec la longue phase de taux directeurs élevés qui se dessine en Europe, il convient d'accorder une attention particulière aux bilans robustes des fonds obligataires ainsi qu'à une discipline fiable en matière d'intérêts et de remboursements. C'est pour ce motif que des mesures de réduction des risques, tout aussi modestes qu'importantes, ont été prises tant dans le Zugerberg Income Fonds (ZIF) que dans le Credit Opportunities Fund (COF). Désormais, la qualité du débiteur revêt une importance accrue.

Pour la zone euro, les experts de la BCE prévoient, en cas de poursuite de leur politique monétaire restrictive, un taux d'inflation de 3.0 % seulement pour 2024 et de 2.2 % pour 2025. Etant donné que les banques de crédit font également preuve de davantage de réserve dans l'octroi de crédits, les entreprises se tournent vers le marché des capitaux et acceptent des coupons d'emprunt de 7 %, 8 % et plus. Outre les coûts de financement plus élevés, les accords salariaux élevés freinent les investissements, qui ne devraient augmenter que de manière très modeste au cours des prochains mois. Dans le même temps, il convient de mettre en œuvre les bonnes idées et les innovations. C'est essentiel pour la pérennité d'une entreprise gérée de manière clairvoyante.

Au sein du COF, nous accordons une importance particulière aux entreprises gérées dans un esprit entrepreneurial. Environ la moitié des obligations proviennent d'entreprises familiales et d'entreprises soutenues par des capitaux de participation privés solides et orientés sur le long terme. C'est le cas de Hörmann Industries, qui a émis récemment son quatrième emprunt obligataire au cours de ses près de 70 ans d'existence. Cette entreprise familiale au capital solide, avec une notation «BB» et qui réalise un chiffre d'affaires annuel d'environ 750

millions d'euros, n'a qu'un seul emprunt en cours – d'un montant de 50 millions d'euros, à un taux d'intérêt de 7 %, remboursable en cinq ans. L'entreprise ne verse qu'un dividende très faible. La très grande majorité du bénéfice brut est réinvestie dans des secteurs d'activité prometteurs. Hörmann fournit notamment des prestations liées au renforcement des normes antipollution, des services de stockage intralogistique pour des groupes comme Oetker, Kärcher, Lindt & Sprüngli et bien d'autres. Ce faisant, l'entreprise bavaroise croît pratiquement depuis sa constitution avec très peu de capitaux étrangers.

Au sein du COF, des transactions réduisant les risques ont été réalisées dans le secteur immobilier; deux autres avaient un contexte industriel et une société un but financier. Nous avons renforcé une position dans l'assureur direct anglais «esure», derrière lequel se trouve l'important investisseur Bain Capital. Nous avons ensuite acheté une obligation de Solvay, un important fabricant de produits chimiques spéciaux, et une autre de Foxway. Ce dernier est un leader dans le domaine de l'économie circulaire et gère la plus grande plateforme d'Europe du Nord consacrée à la revente de matériel informatique usagé (p. ex. ordinateurs portables, téléphones), contribuant ainsi à la durabilité de l'ensemble de la chaîne de création de valeur informatique.

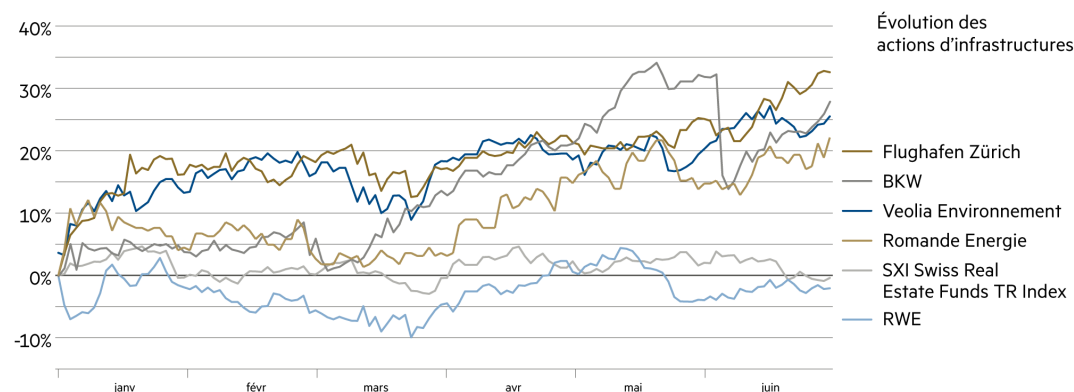
Plus d'une douzaine de transactions ont eu lieu au sein du ZIF en juin. La tendance était à la vente d'obligations d'entreprises dans lesquelles nous ne voyions plus de potentiel de plus-value et qui n'étaient pas en mesure de présenter des perspectives de crédit solides. Ce faisant, le portefeuille a été amélioré sur le plan qualitatif, notamment grâce à plusieurs acquisitions comme Orsted, Akelius Residential Property, Energias de Portugal, State Bank of India.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+1.8 %	0.0 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-12.1 % (-2.5 %)	+19.6 % (+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)	270 PB (-14 PB)	748 PB (-23 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

## Le mouvement latéral des fonds immobiliers se poursuit



Rendement total de l'indice des fonds immobiliers suisses du 1er janvier au 30 juin 2023 (source : Bloomberg Finance L.P | Graphique : Zugerberg Finanz)

La stagnation se poursuit pour les fonds immobiliers suisses. L'indice de référence n'a pratiquement pas évolué depuis le début de l'année (-0.4 %). Cela vaut également pour le rendement total des actions immobilières cotées. L'indice SXI Swiss Real Estate Total Return (+1.1 %) reflète les perspectives de rendement détériorées par les hausses de taux. En revanche, de nombreuses actions d'infrastructures ont connu une nette évolution à la hausse grâce au redressement conjoncturel survenu au premier semestre 2023.

L'environnement de financement a connu des changements considérables en peu de temps. Pendant des années, il a été caractérisé par des taux d'intérêt bas, et même négatifs. La stabilité monétaire était fermement inscrite dans l'esprit des gens et leurs attentes sur le plan des futurs taux d'inflation et d'intérêt restaient très faibles. Par conséquent, en de nombreux endroits, un grand nombre de décisions d'achat ont été prises pour accroître les engagements sur le marché immobilier.

Il y a peu, l'inflation était clairement inférieure à 0 %. Les taux directeurs négatifs et les crédits hypothécaires à long terme avantageux caractérisaient la situation. En juillet 2021 encore, Allreal Holding, qui est évaluée à 2.5 milliards de francs et dispose d'un portefeuille immobilier à rendement stable, a pu contracter un emprunt sur neuf ans à 0.6 %. Les 250 millions de francs ont été placés en peu de temps. L'emprunt se négocie désormais à 87.50, afin de tenir compte du changement survenu sur le plan des taux d'intérêt. Allreal a émis un nouvel emprunt en avril 2023. Il était sensiblement plus court (5 ans) et plus faible (150 millions). Néanmoins, un taux d'intérêt fixe de 3.0 % a dû être proposé pour que l'emprunt puisse être placé.

Cet exemple illustre également la différence qui existe en ce moment

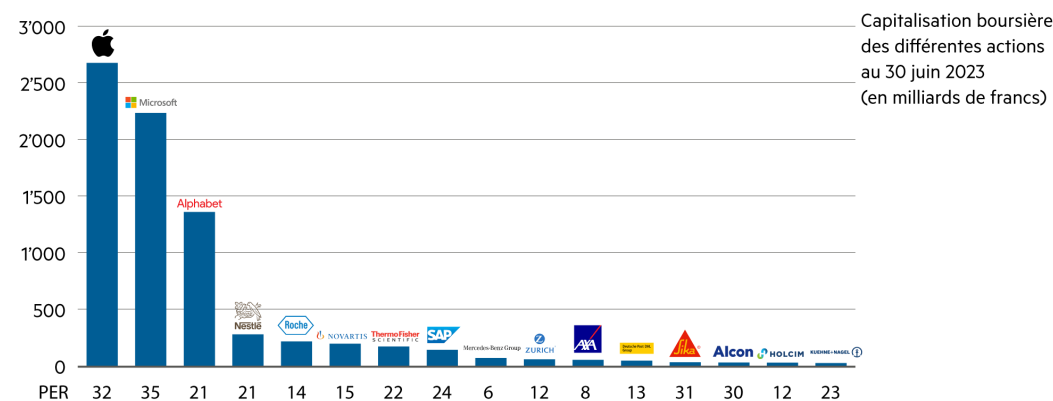
entre les obligations et les actions : un investisseur en obligations peut être relativement sûr d'obtenir un rendement de 3 % par an au cours des cinq prochaines années pour une société immobilière fondamentalement solide. En revanche, il sera beaucoup plus difficile d'obtenir un tel rendement avec des actions immobilières. C'est la raison pour laquelle certains investisseurs réduisent leur portefeuille, ce qui fait baisser les prix des immeubles collectifs. Des coûts de financement d'environ 3 % grignotent la rentabilité d'une entreprise immobilière. Dans le même temps, les banques sont devenues nettement plus prudentes pour financer des projets de développement immobilier.

Les sociétés d'infrastructure sont plus exposées aux évolutions conjoncturelles, ce qui se ressent aussi bien en période de récession qu'en période de reprise économique. Notre sélection d'entreprises d'infrastructure a connu une évolution exceptionnelle au premier semestre. Le rendement global de 33 % de Flughafen Zürich reflète la confiance en l'avenir. Par rapport à l'année pré-pandémique 2019, le nombre de passagers a connu un rétablissement presque complet. En particulier, la clientèle de l'aéroport a davantage tendance à dépenser qu'auparavant et le Circle contribue à l'évolution positive du résultat. Le groupe énergétique bernois BKW a réalisé une solide hausse (+28 %) depuis le début de l'année. D'ici 2026, BKW prévoit d'avoir installé de nouvelles énergies renouvelables pour une puissance de plus de 1'000 mégawatts. L'achat de trois parcs éoliens dans le sud de la Suède, l'a rapproché de cet objectif. Au cours de ces prochaines années, BKW va également investir fortement dans les énergies renouvelables en Suisse. Il dispose de projets déjà très avancés dans les domaines de l'énergie hydraulique, éolienne et solaire, projets qui font toutefois encore l'objet de procédures d'autorisation et de recours complexes.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	→↗	Les prix des immeubles de rendement sont en baisse. Ce processus pourrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, mais ne devrait guère s'intensifier en Suisse.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→	→	En Suisse, la pression à la dévaluation dans le secteur de l'immobilier commercial n'augmente que très peu. Les réévaluations annuelles ne sont plus d'actualité.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	Depuis le début de l'année, l'indice SXI Swiss Real Estate Funds TR a évolué latéralement dans des limites étroites et se situe à +1.1 % après six mois.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	En raison de la mise en service plus importante des infrastructures, les rendements globaux ont parfois connu une hausse à deux chiffres, par exemple l'aéroport de Zurich (+33 %), BKW (+28 %) et Veolia (+26 %).

Actions

## Un deuxième semestre sous le signe de l'humilité et de la discipline



Capitalisation boursière des différentes actions au 30 juin 2023 (source : Bloomberg Finance LPI Graphique : Zugerberg Finanz)

Avec des évaluations modérées des poids lourds, le SMI recèle certainement encore un potentiel haussier. En revanche, il convient encore de faire preuve d'humilité et de discipline dans la sélection et d'adapter le portefeuille à l'environnement conjoncturel incertain. D'une manière générale, les marges bénéficiaires devraient reculer, raison pour laquelle nous nous concentrons en particulier sur la solidité des marges. Cela s'applique également à la solidité du bilan et aux fonds propres, auxquels nous accordons une grande priorité en période de hausse des taux d'intérêt.

Nous restons prudents et disciplinés lors de la sélection des actions et maintenons notre concentration sur la Suisse avec une quote-part d'actions 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. Un autre critère est certainement l'évaluation. Celle-ci peut être considérée en valeur absolue, à savoir la capitalisation boursière, qui résulte de la multiplication des actions émises par le cours actuel. Toutefois, l'on peut également calculer la valorisation en mettant en relation le cours actuel et le bénéfice escompté, ce qui permet de calculer le rapport cours/bénéfice (PER).

Dans ce cadre, il est intéressant de relever que la capitalisation boursière de Nestlé, le plus grand groupe alimentaire mondial, s'élève à 285 milliards de francs. S'il s'agit de la valeur la plus élevée du SMI, elle reste néanmoins faible par rapport aux grandes valeurs technologiques américaines. Actuellement, Apple est valorisée à environ 3'000 milliards de dollars (2'683 milliards de francs), soit près de dix fois plus que Nestlé. Les autres géants de nos portefeuilles basés sur des titres individuels sont Microsoft (2'241 milliards) et Alphabet (Google, 1'366 milliards).

Dans le secteur de la santé, Roche, Novartis et ThermoFisher ont une capitalisation boursière d'environ 200 milliards. Le plus grand groupe d'assurance au monde en termes de volume de primes, Axa, est évalué à environ 60 milliards, tout comme Zurich Insurance, soit nettement moins que, par exemple, Deutsche Telekom (100 milliards) et le groupe de logiciels SAP (150 milliards) et même moins que le groupe Mercedes-Benz (76 milliards). De nombreuses entreprises avec un arrière-plan industriel comme Sika, Holcim, Alcon ainsi que le groupe logistique Kühne+Nagel (avec environ 35 milliards chacun) ont une valorisation nettement inférieure.

Dans notre fonds indien, la principale position est HDFC. La plus grande banque d'Inde connaît une croissance dynamique, parallèle à celle de l'économie indienne. Sa capitalisation boursière (160 milliards) est presque trois fois plus élevée que celle de l'UBS et la quatrième au monde. La banque dispose de plus de 8'300 succursales et de 120 millions de clientes et clients dans les zones urbaines et rurales.

Sur le plan des PER, il existe également de grandes différences. Alors que Mercedes-Benz (PER de 6) et Axa (8) se négocient à un prix relativement bas, celui-ci est beaucoup plus élevé pour Apple (32) et Microsoft (35). L'avenir nous dira si ces différences sont justifiées. Alors que l'automobile moderne se transforme de plus en plus en une technologie gérée par logiciel dans une zone de confort sur quatre roues, le secteur des smartphones accuse certains signes de fatigue sur le plan de sa force d'innovation fondamentale.

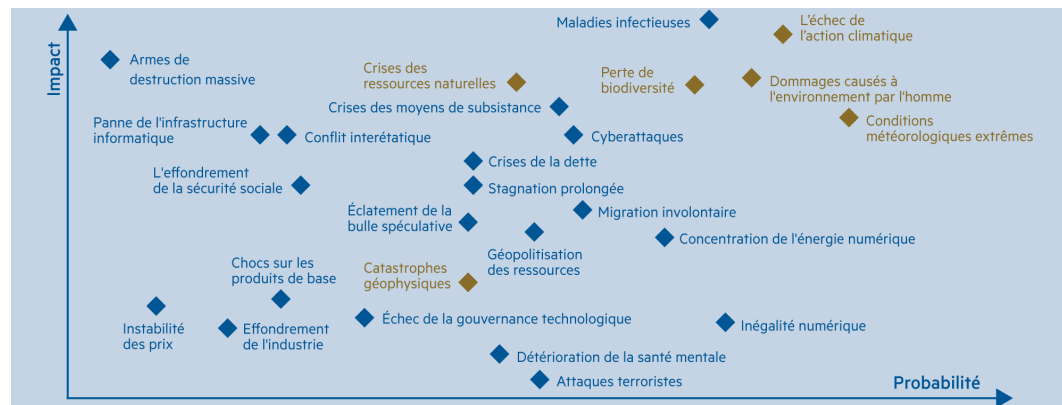
D'ailleurs, Roche a été pendant de nombreuses années une figure de proue du marché pharmaceutique mondial et a été évalué à un PER de 30. Actuellement, il est encore de 14.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	→↑	↑	Les poids lourds défensifs ont à peine pu progresser au premier semestre. Nestlé, Roche, Zurich Insurance devraient recouvrer une force relative.
Actions Zone euro / Europe	→↑	↑	Au premier semestre, nous avons réalisé des rendements globaux à deux chiffres avec différents titres, notamment SAP (30 %), Mercedes Benz (+28 %) et Saint-Gobain (+25%).
Actions Etats-Unis	→↑	↑	Nous nous attendons à un refroidissement de l'ambiance pour les prochains mois, car les taux d'intérêt directs accrus marquent de plus en plus leur empreinte sur les comptes de résultats.
Actions Pays émergents	→↑	↑	Les marchés boursiers chinois ont perdu entre 7 % et 9 % au premier semestre. En revanche, les marchés boursiers indiens ont progressé d'environ +5 % dans un contexte d'embellie des perspectives.



Placements alternatifs

## Risques climatiques en augmentation



Paysage des risques sur le plan mondial 2021 (source : World Economic Forum, Davos 2021 | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Nul besoin d'avoir des dons de prophète pour percevoir que les dommages causés par les événements liés au climat (sécheresses, incendies, etc.) ont augmenté au cours de ces dernières années. En matière de risques, ceux qui sont les plus susceptibles de se produire et de causer les dommages les plus importants sont presque tous des risques liés au climat. Pendant l'année pandémique de 2021, seules les maladies infectieuses comme le Covid se sont mêlées aux risques les plus graves possibles.**

Entre-temps, les compagnies d'assurance et leurs réassureurs en sont arrivés au point de ne plus assurer certains dommages. Deux des plus grandes compagnies d'assurance refusent désormais de conclure de nouvelles assurances bâtiment en Californie, qui compte plus de 40 millions d'habitants. D'autres géants du secteur de l'assurance limitent au moins leurs activités. L'exode des assureurs s'inscrit dans un contexte de réglementation. La hausse rapide des risques de catastrophes a rendu les nouvelles polices impossibles à assumer, car le régulateur californien a adopté une loi étrange. En effet, l'autorité compétente en matière d'assurances n'a pas approuvé les augmentations de primes adaptées aux risques.

Le régulateur californien est un organe politique sans compétences économiques et écologiques. Il exige désormais que le calcul des primes se base sur les pertes des 20 dernières années. Les assureurs ont l'interdiction de faire des modèles de prévision qui tiennent compte entre autres des tendances climatiques, des changements de végétation et

des modifications de l'utilisation des terres. Toutefois, de facto le nombre de maisons et de zones d'habitation en lisière de forêt augmente et les longues périodes de sécheresse ont récemment eu pour conséquence que les incendies se propagent beaucoup plus rapidement et «engloutissent» beaucoup plus d'arbres et de bâtiments. Sur les 20 plus grands incendies de forêt de Californie, les huit plus graves et plus importants en termes d'assurance ont eu lieu au cours des six dernières années, non pas au cours des 14 années précédentes.

Étant donné que les assureurs n'ont pas le droit de réagir à l'accroissement des risques climatiques, les conséquences sont fatales. De plus, les assureurs ont l'interdiction d'accorder des rabais aux propriétaires qui utilisent des matériaux de construction ignifuges, qui débroussaillent les zones sèches et qui constituent une zone de protection dépourvue de végétation autour de leur maison. Vu que le risque réel d'incendie ne se reflète pas sur la prime, les constructions en lisière de forêt, voire au milieu des forêts, se poursuivent. Dans cet immense État qui connaît une pénurie de logements notoire, on continue à construire dans les zones où le risque d'incendie est le plus élevé. On compte sur les services du feu, dont les membres s'exposent eux-mêmes régulièrement aux dangers, notamment dans les zones limitrophes entre les zones forestières et les espaces urbains. Toutefois, la philosophie californienne en matière de primes axée sur le passé ne semble pas s'imposer ailleurs.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	Les cotations du pétrole brut sont récemment tombées en dessous de 70 dollars le baril WTI (-33 % en un an). Pour le gaz, la baisse a été encore plus prononcée.
Or / Métaux précieux	→	→↗	Après six mois, le prix de l'or (de 1'719 francs l'once) n'est que 2 % plus élevé qu'au début de l'année. Le prix de l'argent (20.3 francs) a perdu 8 %.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Même s'il n'a guère été possible d'en profiter au premier semestre, nous tenons beaucoup aux obligations d'assurance subordonnées, garanties en francs suisses.
Private Equity	→↗	↗	Le fonds Listed Private Equity que nous avons sélectionné a progressé de +9 % (en francs suisses) au premier semestre, et surperformé ainsi nettement le SMI.

## Données du marché

Classe d'actifs		Cours (en monnaie locale)			Performance annuelle (en CHF)		
		30.06.2023	06/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
<b>Actions</b>							
SMI	CHF	11'280.3	+0.6%	+5.1%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'861.8	+0.5%	+8.2%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	16'147.9	+3.5%	+14.7%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'400.1	+4.7%	+13.1%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	28'230.8	+8.8%	+17.8%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'531.5	+1.6%	+3.1%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'399.1	+4.7%	+14.7%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	34'407.6	+2.3%	+0.7%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'450.4	+4.2%	+12.5%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	13'787.9	+4.3%	+27.8%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	33'189.0	+1.8%	+12.0%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	64'718.6	+1.9%	+4.1%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'966.7	+3.7%	+10.6%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	989.5	+1.0%	+0.4%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligations (divers)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.5	-0.4%	+0.9%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.4	-0.2%	+0.9%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	320.7	+1.7%	+2.7%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	257.0	+1.1%	+1.2%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Emprunts d'Etat</b>							
SBI Dom Gov	CHF	172.3	-0.2%	+8.0%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	141.5	-1.1%	-0.6%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.0	-0.4%	+1.6%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Obligations d'entreprise</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	175.3	-0.3%	+1.9%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.7	+0.0%	+0.9%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	557.3	+1.3%	+3.1%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	157.4	-0.6%	+1.3%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	270.6	+0.3%	+3.5%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Placements alternatifs</b>							
Or Spot CHF/kg	CHF	55'264.9	-3.8%	-0.2%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	101.5	+1.4%	-12.7%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'247.7	-1.0%	+1.2%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'374.6	-1.1%	-2.0%	-3.3%	+6.7%	-2.2%
<b>Devises</b>							
Dollar / franc suisse	CHF	0.8956	-1.7%	-3.1%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9770	+0.4%	-1.3%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.6202	-5.1%	-12.1%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1368	+0.3%	+1.6%	-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. 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](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch). Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 30/06/2023 ; données économiques au 30/06/2023 ; pronostics économiques au 30/06/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.