



Wilersee près du paysage morainique de Menzingen, canton de Zoug (Photo : Andreas Busslinger)

L'évolution économique mondiale dépasse les attentes

Au premier trimestre 2024, l'économie a évolué mieux que prévu. L'inflation a également diminué, si bien que plusieurs banques centrales (dont la Banque nationale suisse) ont commencé à baisser leurs taux d'intérêt, ce qui a permis d'améliorer les conditions de financement des prêts hypothécaires et des crédits aux entreprises et de stabiliser l'évolution des loyers. Parallèlement à des salaires et à un taux d'emploi élevés, il en est résulté une évolution réjouissante de la situation des revenus et de la fortune des ménages privés, ainsi que des dépenses de consommation robustes. Il s'agit là d'un signe positif.

L'Asie demeure l'épicentre de la croissance économique mondiale. La Chine a mis en œuvre entre-temps des assouplissements significatifs afin de soutenir le marché immobilier depuis le début de la baisse qui dure depuis plusieurs années. Sur les marchés boursiers, les actions immobilières font partie des principaux gagnants du rallye du marché qui fait suite au Nouvel An chinois. Toutefois, l'économie nationale conti-

nue à dépendre fortement des investissements. Le Japon, qui a connu une reprise sensible grâce à l'augmentation des exportations, a été le dernier pays à prendre congé de sa politique de taux d'intérêt négatif. Une fois de plus, l'Inde a progressé dès le premier semestre, davantage que toute autre économie du G20. Dans le sillage des élections, le subcontinent s'oriente vers une trajectoire de croissance robuste sur le long terme, qui hissera le pays le plus peuplé de la planète vers un avenir prospère. Au cours de ces prochaines années, la croissance de l'Inde devrait être deux fois supérieure à celle de la Chine.

Sur les marchés boursiers, le premier semestre a été marqué par le thème de l'intelligence artificielle (IA). Ce n'est qu'au cours des dernières semaines que l'ampleur du rebond s'est étendue, alors que les valeurs technologiques se consolidaient à des températures « accrues ».

Une performance solide après 6 mois

Au premier semestre, le Swiss Market Index (SMI, +7.7 %) a progressé à peu près de la même manière que les marchés européens. La différence ne réside pas dans la géographie, mais dans l'ordre de grandeur. Alors que les titres à grande capitalisation ont bien performé dans le monde entier, il a été difficile pour les petites et moyennes entreprises de suivre le rythme.

Le rendement total en données corrigées des dividendes de Lonza (+40 %) a devancé au cours des six premiers mois celui de Swiss Re et Holcim (+25 % chacune), Givaudan (+24 %) et Alcon (+23 %) parmi les titres du SMI. Roche (+6 %) est restée nettement derrière Novartis (+18 %). Le rendement n'a été négatif que pour Partners Group (-2 %), Nestlé (-3 %), Sika (-5 %) et Kühne+Nagel (-7 %). Parmi les petites entreprises, Swissquote (+41 %) et Accelleron Industries (+37 %) se sont distinguées. Plusieurs positions de notre portefeuille issues du

segment international (par exemple, Nvidia, SAP, Alphabet, Schneider Electric, Microsoft) ont assuré une reprise réjouissante grâce à leur performance élevée, à l'instar du groupe de pays indiens (+22 %).

Dans la classe de risque défensive 1 (par exemple, +0.8 % pour Revo1 avec une part élevée d'obligations), la performance est légèrement positive depuis le début de l'année. Dans la classe de risque « équilibrée » 3 (par exemple, Revo3 avec +7.0 %, et R3 avec +7.9 % depuis le début de l'année), le rendement global se situe à un niveau solide.

Les classes de risque dynamiques 4 et 5 (par exemple, Revo4 avec +9.3 % et Revo5 avec +10.9 % depuis le début de l'année) se situent au-dessus des rendements annuels attendus à long terme. La performance des solutions de dividendes (par exemple, RDiv avec +78 %) est solide. Toutefois, les pertes subies en juin suite aux résultats des élections en France ont été perceptibles.

Stratégies sur la base des titres individuels

| | Performance des stratégies* | |
|---------------------------------|-----------------------------|----------|
| | Juin 2024 | YTD 2024 |
| Zugerberg Finanz R1 | +0.3% ↗ | +1.2% ↗ |
| Zugerberg Finanz R2 | +0.3% ↗ | +4.6% ↗ |
| Zugerberg Finanz R3 | +0.3% ↗ | +7.9% ↗ |
| Zugerberg Finanz R4 | +0.5% ↗ | +9.7% ↗ |
| Zugerberg Finanz R5 | +0.5% ↗ | +9.8% ↗ |
| Zugerberg Finanz RDividendes | -2.6% ↘ | +7.8% ↗ |
| Zugerberg Finanz Revo1 | +0.0% → | +0.8% ↗ |
| Zugerberg Finanz Revo2 | +0.1% ↗ | +4.4% ↗ |
| Zugerberg Finanz Revo3 | +0.0% → | +7.0% ↗ |
| Zugerberg Finanz Revo4 | +0.1% ↗ | +9.3% ↗ |
| Zugerberg Finanz Revo5 | +0.1% ↗ | +10.9% ↗ |
| Zugerberg Finanz RevoDividendes | -3.0% ↘ | +6.8% ↗ |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo3 | -3.6% ↘ | +0.1% ↗ |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo4 | -5.1% ↘ | -1.1% ↘ |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo5 | -6.1% ↘ | -2.3% ↘ |

Zugerberg Finanz Libre passage

| | Performance des stratégies* | |
|-------------------------------------|-----------------------------|----------|
| | Juin 2024 | YTD 2024 |
| Zugerberg Finanz Libre passage R0.5 | +0.6% ↗ | -0.5% ↘ |
| Zugerberg Finanz Libre passage R1 | +0.3% ↗ | +1.4% ↗ |
| Zugerberg Finanz Libre passage R2 | +0.7% ↗ | +3.9% ↗ |
| Zugerberg Finanz Libre passage R3 | +0.7% ↗ | +6.4% ↗ |
| Zugerberg Finanz Libre passage R4 | +0.5% ↗ | +7.1% ↗ |

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

| | Performance des stratégies* | |
|------------------------------------|-----------------------------|----------|
| | Juin 2024 | YTD 2024 |
| Zugerberg Finanz 3a Revo1 | +0.0% → | +0.8% ↗ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo2 | +0.1% ↗ | +4.4% ↗ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo3 | +0.0% → | +7.0% ↗ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo4 | +0.1% ↗ | +9.3% ↗ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo5 | +0.1% ↗ | +10.9% ↗ |
| Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes | -3.0% ↘ | +6.8% ↗ |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3 | -3.6% ↘ | +0.1% ↗ |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4 | -5.1% ↘ | -1.1% ↘ |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5 | -6.1% ↘ | -2.3% ↘ |

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

Macroéconomie

Rôle déterminant des ménages privés



Allée commerçante Metalli à Zoug (Photo : Andreas Busslinger)

Au cours des 18 prochains mois, les ménages privés seront décisifs pour l’avenir de l’évolution conjoncturelle. Leur fortune totale est proche d’un record historique, le moral des consommateurs est bon et les revenus issus des salaires sont toujours robustes. Contrairement aux idées reçues, les salaires réels sont plus élevés pour les couches de revenus inférieures qu’avant la pandémie. Cela est notamment imputable à l’introduction, respectivement à l’augmentation de salaires minimaux dans plusieurs régions et pays.

En règle générale, les couches de revenus inférieures sont davantage concernées par l’inflation que les couches supérieures. Toutefois, lorsqu’au moyen de négociations salariales, d’accords collectifs initiés par les syndicats, voire d’une augmentation légale du salaire minimum, une réglementation compensatoire peut être trouvée, l’inverse peut se produire, contrairement aux idées reçues. Ce phénomène peut être observé aux États-Unis et expliqué sur la base de données.

Dans ce pays, des signaux de faiblesse ont récemment suscité des inquiétudes concernant la santé financière des ménages privés. Dans les rapports publiés par les entreprises sur le premier trimestre 2024, de nombreux commentaires pointaient un comportement plus prudent en matière de consommation. Les taux de défaut de paiement pour les cartes de crédit et les leasings automobiles ont augmenté, sans doute également du fait des taux d’intérêt nettement plus élevés pour les emprunteurs. À l’inverse, en comparaison avec 2019, les salaires réels pour les 40 % inférieurs de la répartition des salaires sont plus élevés qu’avant la pandémie, et sont même supérieurs à la tendance. En revanche, les 60 % supérieurs sont légèrement inférieurs à la tendance. Pourtant, les revenus du capital engendrés suite à la hausse des taux d’intérêt entraînent une augmentation des revenus des ménages.

D’une manière générale, ce sont les hausses des prix des logements et des actions qui ont eu l’impact le plus important sur l’évolution de la fortune des ménages les plus aisés depuis 2019, principalement chez les ménages plus âgés qui disposent d’économies plus importantes. Le rapport entre la fortune nette et le revenu personnel disponible a atteint un record historique. Il en résulte un « effet de richesse », c’est-à-dire que l’augmentation de la fortune a un effet stimulant sur la consommation des ménages privés.

Les ménages à faibles revenus disposent de beaucoup moins de fortune que les autres, et leur épargne liquide a diminué depuis son niveau le plus élevé (2021). Cela rend ces ménages plus vulnérables aux chocs de revenus. Certains ont probablement atteint la limite de leur capacité d’emprunt. Le point positif est que dans ces segments de la société, l’endettement total, les coûts du service de la dette et le taux d’utilisation du crédit sont restés faibles.

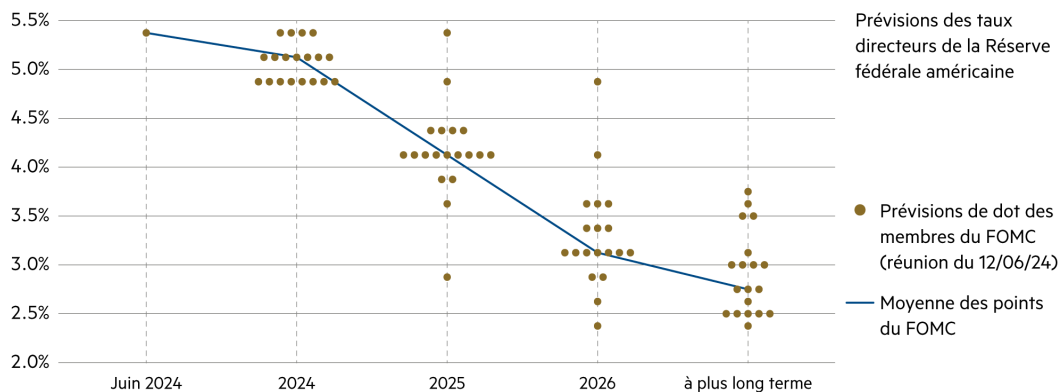
En termes d’avenir, la consommation reste exposée à deux risques de baisse majeurs. Premièrement, un ralentissement conjoncturel de la demande de travail aurait probablement pour effet d’affaiblir la croissance de la consommation et affecterait en particulier les dépenses des ménages à faibles revenus. Deuxièmement, il est probable qu’un scénario négatif dans lequel les prix des actions chuteraient de 20 % et les prix de l’immobilier de 10 % réduirait nettement les dépenses pour l’année suivante.

Le moral des consommateurs ne souffre ni de dépression, ni d’euphorie. L’exemple des États-Unis exposé ci-dessus peut en grande partie être appliqué à l’Europe et doit notamment servir à présenter la perspective macroéconomique des ménages privés sur le plan de la consommation, de l’emploi, des revenus, de la richesse et de l’endettement.

| Région | 3–6 mois | 12–24 mois | Estimations |
|-------------------|----------|------------|--|
| Suisse | ↗ | ↗ | La libre circulation des personnes (+68'000 net en 2023) permet de lutter contre la pénurie de main-d’œuvre qualifiée, tant pour les personnes hautement qualifiées que dans l’industrie et l’artisanat. |
| Zone euro, Europe | ↗ | ↗ | Les prévisions de croissance ont été nettement revues à la hausse ces derniers mois. L’effet « élastique » est en train de s’estomper et l’Europe renoue avec des taux de croissance robustes. |
| Etats-Unis | ↗ | ↗ | Cette année, la croissance du PIB devrait être nettement supérieure à 2 %. Cela est imputable notamment à des mesures de politique budgétaire fortement expansionnistes. |
| Reste du monde | ↗ | ↗ | En Inde, on peut s’attendre à des taux de croissance de l’ordre de +7 % par an pour les années à venir, renforcés par un gouvernement favorable à la croissance. |

Liquidités, devises

Les prévisions sur les taux d'intérêt suscitent la confiance



Prévision des taux directeurs de la Fed pour la dernière réunion du FOMC du 12 juin 2024 (Source : Réserve fédérale américaine | Graphique : Zugerberg Finanz)

Les prévisions consacrées aux taux d'intérêt par les différentes banques centrales suscitent la confiance de voir une stabilisation ultérieure des taux d'inflation dans les principales zones monétaires, soit dans la fourchette de 1 % à 3 %. C'est pourquoi l'on peut s'attendre à ce qu'au troisième trimestre, plusieurs banques centrales commencent à assouplir leur politique monétaire restrictive en prenant des mesures prudentes.

Aucune nouveauté n'est attendue dans les semaines à venir en matière de politique monétaire. La pause estivale passe au premier plan, comme l'analyse semestrielle, avant la prise des mesures correspondantes à la fin de l'été. Pour l'instant, on peut s'attendre à un assouplissement de la politique monétaire. Il est vrai qu'une progression a été constatée au premier trimestre 2024 dans la construction, mais aussi dans l'industrie et les prestations de services, mais avec une faible vigueur. Dans la construction, la hausse des coûts de financement aux États-Unis, dans la zone euro et en Grande-Bretagne pèse lourdement et entraîne un freinage des investissements. Les consommateurs et consommatrices hésitent également davantage à consommer. Néanmoins, on constate également des signaux encourageants. La baisse des taux d'inflation et la forte croissance des salaires sur un marché du travail toujours robuste pourraient inciter les ménages privés à consommer davantage. De plus, les prévisions d'activité des entreprises se sont nettement améliorées récemment. Dans l'ensemble, l'économie devrait progressivement prendre un peu de vitesse, mais sans faire repartir l'inflation pour autant.

Dans la zone euro, l'économie évolue avec une robustesse remarquable. Les prévisions pour 2025 sont positives et le taux de chômage affiche

un niveau historiquement bas. Sur le plan de la politique monétaire, il est important que l'inflation encore trop élevée revienne à sa valeur cible de 2 %. Selon l'estimation rapide, le taux d'inflation dans la zone euro en mai s'élevait à 2.6 %, ce qui est un peu plus qu'en avril, mais nettement moins qu'en automne 2022. A l'époque, l'inflation dans la zone euro s'élevait encore à environ 11 %. Toutefois, le retour à la valeur cible de 2 % ne va pas de soi. Ainsi, selon l'estimation rapide, les prix des services ont augmenté de 4.1 % en mai en comparaison avec le même mois de l'année précédente, alors que les prix des marchandises ont atteint la valeur cible.

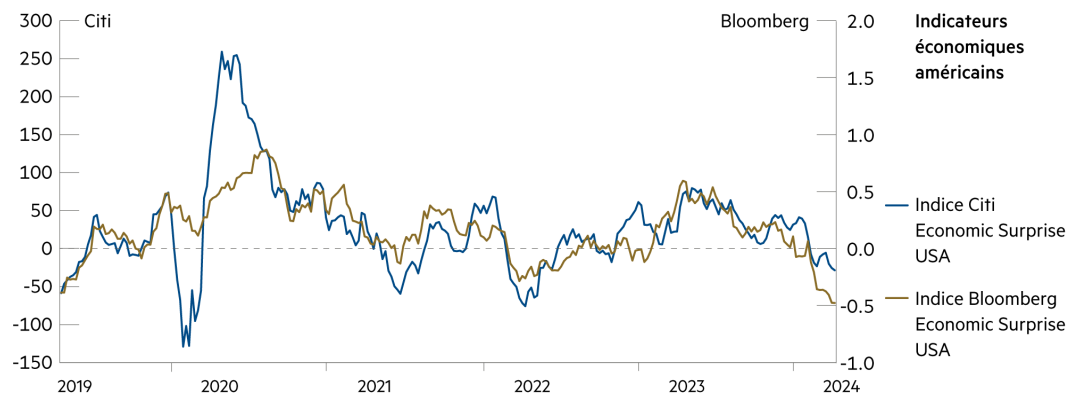
Quoiqu'il en soit, le choc des taux d'intérêt, qui se reflète notamment dans l'évaluation des obligations jusqu'à aujourd'hui, a été violent. À partir de juillet 2022, la Banque centrale européenne (BCE) avait augmenté le taux d'intérêt dix fois de suite, puis, à partir de septembre 2023, l'avait maintenu à ce niveau élevé pendant neuf mois. Et à présent, la BCE a abaissé le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, qui est déterminant actuellement pour l'orientation de la politique monétaire, de 4.0 % à 3.75 %.

Deux autres baisses devraient intervenir d'ici la fin de l'année, peut-être trois. Nous restons toutefois prudents, car l'incertitude entourant la future évolution de l'économie et des prix demeure très importante. Pour prendre une image, la BCE ne se voit pas au sommet d'une montagne d'où l'on descend nécessairement. Elle se voit plutôt sur une arête, où il faut encore trouver le bon point pour poursuivre la descente. Ainsi, le conseil des gouverneurs a récemment indiqué prendre ses décisions sur la base des données et de réunion en réunion.

| Classe d'actifs | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|---------------------------------|----------|------------|--|
| Compte bancaire | ↘ | ↘ | Du fait de la baisse du taux directeur par la BNS le 25 juin, les taux d'intérêt sur les dépôts bancaires et les placements sur le marché monétaire ont également diminué. Ils sont clairement inférieurs à l'inflation. |
| Euro / Franc suisse | ↘ | ↘ | La future trajectoire des taux d'intérêt de la BCE devrait être de nature « graduelle », ce qui veut dire qu'elle se fera plutôt au rythme d'étapes trimestrielles que de réunion en réunion. |
| Dollar américain / Franc suisse | ↘ | ↘ | A 0.90, le dollar se situe à un niveau élevé en raison des taux d'intérêt. Par conséquent, les coûts de couverture annualisés de 4.3 % par rapport au franc sont élevés. |
| Euro / Dollar américain | →↗ | →↗ | A 1.07, l'euro est assez centré par rapport au dollar depuis sa création. Il ne faut pas s'attendre à des changements importants. |

Obligations

Les chiffres de l'inflation américaine sont en baisse



Indicateurs économiques américains au cours des 5 dernières années (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Les chiffres de l'inflation américaine et les données économiques concrètes sont plus faibles que prévu. Les investisseurs obligataires en prennent acte de plus en plus. La première baisse des taux de prêt est attendue pour septembre 2024 aux États-Unis, et il est possible que la Suisse ait déjà procédé à une troisième baisse à ce moment. Les différences de rendement en défaveur du dollar persistent, ce qui signifie que les États-Unis devront payer plus longtemps que prévu des intérêts plus élevés sur leur dette publique (en forte augmentation).

L'inflation baisse aux États-Unis. En mai, l'indice de l'inflation de base PCE a augmenté d'à peine 0.08 % par rapport au mois précédent, ce qui signifie que le renchérissement n'était plus perceptible humainement dans le panier de produits. Le taux annuel a baissé à 2.57 %. Les dépenses personnelles et les revenus ont augmenté respectivement de 0.2 % et 0.5 % en mai – soit davantage que le taux d'inflation, ce qui indique une croissance réelle de la consommation et des revenus. Par ailleurs, le taux d'épargne a légèrement augmenté à 3.9 %.

Il est vrai que les États-Unis bénéficient cette année d'une croissance réelle dopée par des mesures de politique fiscale. Cependant, la logique sous-jacente n'est pas durable sur le long terme. Leur dette publique atteint désormais près de 35 billions de dollars. Comparé au produit intérieur brut (PIB) de 28 billions de francs, ce chiffre représente un taux d'endettement brut de près de 125 %, qui devrait atteindre près de 135 % d'ici 2030. Cela pourrait encore aller si l'on avait le sentiment que l'infrastructure publique était en bon état, mais tel est loin d'être le cas. Les écoles, routes, lignes électriques et bien d'autres choses encore sont en piètre état de construction.

Certaines données américaines importantes se sont avérées meilleures que prévu, par exemple les chiffres de l'emploi pour le mois de mai et les indices des directeurs d'achat (PMI) pour le mois de juin. Néanmoins, la plupart des données macroéconomiques s'est avérée en deçà des attentes. L'indice Economic Surprise de Citi et l'indice des surprises économiques de Bloomberg pointent tous deux vers la baisse. Cela vaut également pour le Chicago Fed National Activity Index, composé d'une moyenne pondérée de 85 indicateurs mensuels. Son évolution remet en cause la force de l'économie américaine.

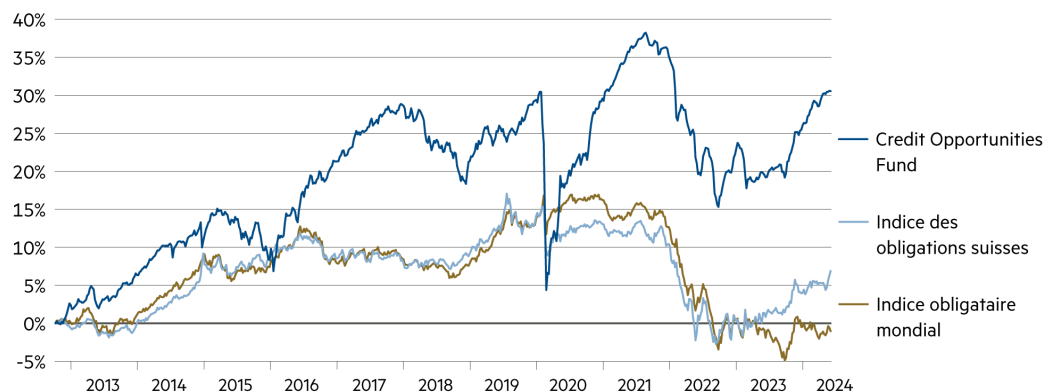
Il est indéniable que la Fed ne pourra plus ignorer les données économiques plus faibles et qu'elle préparera les marchés pendant l'été, au début de la réunion de Jackson Hole dans les Montagnes Rocheuses, à l'engagement d'une trajectoire de baisse des taux directeurs à l'automne. Peut-être même avec une mesure de 50 points de base, afin de se désengager rapidement de sa voie super-restrictive et de stabiliser l'économie.

Toujours est-il que l'Europe n'a pas à rougir de sa situation. Si l'économie américaine a connu une croissance de +1.5 % au premier semestre, près de la moitié de cette croissance peut être imputée à la croissance démographique. La zone euro ne s'attend pas à une croissance de +1.5 % avant l'année prochaine, mais elle devrait atteindre +1.0 % dès cette année. En dehors de la zone euro, la croissance est plus élevée. Sur une base par habitant, l'économie paneuropéenne croît plus rapidement que celle des États-Unis, et ce avec un nouvel endettement environ deux fois moins élevé qu'aux États-Unis. C'est pourquoi il est important de considérer non seulement la croissance économique, mais également sa qualité sous-jacente.

| Sous-classe d'actifs | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|--|----------|------------|--|
| Obligations d'Etat | →↑ | ↑ | Les emprunts d'État à 5 ans en dollars sont rémunérés à 4.4 % et en euros entre 2.5 % (Allemagne) et 3.6 % (Italie) - en tous les cas nettement moins qu'aux États-Unis. |
| Obligations d'entreprises | →↑ | ↑ | Nous considérons que les obligations d'entreprises à solvabilité moyenne ont un potentiel de rendement considérable. Les obligations d'État restent adaptées aux portefeuilles très conservateurs. |
| Obligations hybrides et à haut rendement | ↑ | ↑ | En termes de risque ajusté, les obligations hybrides restent intéressantes, mais nous avons partiellement réalisé les gains de cours (parfois très) réjouissants du premier semestre. |

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Des rendements à l'échéance à un niveau équitable



12 ans « Credit Opportunities » vs. indice des obligations suisses et vs. indice des obligations mondiales (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Au premier semestre 2024, la tendance de l'indice mondial des obligations était clairement à la baisse (-1.9 %). Etant donné que les rendements des principaux emprunts d'État à cinq et dix ans ont augmenté de près de 50 points de base, leurs cours ont reculé. Les choses se sont moins mal passées pour les obligations d'entreprises. Avec le Zugerberg Income Fund, le rendement total était de -0.8 % après les six premiers mois. Quant au Credit Opportunities Fund, davantage axé sur les primes de risque de crédit, il a réalisé jusqu'à présent un rendement de +4.3 % sur l'année.

Pour le Zugerberg Income Fund (ZIF), le mois de juin s'est avéré solide (+0.7 %). En revanche le Credit Opportunities Fund (COF), avec sa duration nettement plus faible, a connu une progression moindre (+0.3 %). Cela est inhérent à la nature des deux véhicules de placement et était également attendu.

Le ZIF comprend 304 obligations qui ont été sélectionnées conformément à des procédures particulièrement disciplinées et regroupées dans un véhicule de placement conservateur. Celui-ci est le plus fortement pondéré dans les portefeuilles de nature conservatrice. Il sert notamment de tampon face aux risques en période de volatilité conjoncturelle. C'est dans le cadre de l'arrivée d'une récession ou en amont, alors que les marchés boursiers enregistrent typiquement des baisses de cours, que ce véhicule pourra le mieux jouer son rôle de sécurité contre les risques. On peut alors s'attendre à des gains de cours importants. À l'inverse, lorsque l'économie mondiale se développe mieux que prévu et que les rendements de référence des emprunts d'État à dix ans augmentent pratiquement partout dans le monde, le ZIF ne sera pas en mesure d'échapper à cette tendance du marché.

Le COF comprend 179 obligations d'entreprises dont la robustesse

nous convainc, et ce même en période difficile. Il est certain que des erreurs d'appréciation ont déjà été commises à ce sujet (par exemple dans le cas du groupe laitier Hochdorf ou de la société de recouvrement Intrum). Toutefois, le nombre de faillites effectives est resté relativement faible au cours des 12 dernières années. L'important est d'obtenir des primes de risque suffisantes pour pouvoir affronter certaines situations difficiles. Car il existe toujours des évolutions macroéconomiques qui peuvent avoir un impact considérable sur un portefeuille d'obligations.

L'éclatement de la pandémie au printemps 2020 a constitué l'un de ces événements marquants. Il en est résulté une remise en doute de la capacité de paiement des intérêts et de remboursement de la dette de nombreuses entreprises. Par exemple, si l'on détient une obligation de la compagnie de croisières genevoise MSC et que les bateaux de cette dernière restent ancrés dans les ports pendant des mois, cela aura des conséquences importantes sur le cours de son obligation.

Un deuxième événement décisif a été les hausses synchronisées des taux d'intérêt à l'échelle mondiale, qui ont débuté en 2022 avec une ampleur inédite ces 50 dernières années. Conséquence : le Swiss Bond Index et l'indice mondial des obligations ont plongé dans le rouge, et ne s'en sont toujours pas remis aujourd'hui.

En revanche, le COF a gagné environ 8 % au cours des 9 derniers mois et a atteint entretemps 30.6 % (après tous les coûts et frais) de plus que son niveau d'il y a 12 ans. Cela engendre un rendement remarquable de 2.3 % en francs. Pour cette performance à long terme, l'agence de notation Morningstar a attribué la meilleure note à ce véhicule, soit 5 étoiles.

| | Zugerberg Income Fund | Credit Opportunities Fund |
|--|-----------------------|---------------------------|
| Rendement 2023 (depuis le début de l'année) | -0.8 % | +4.3 % |
| Rendement depuis le début (taux annualisé) | -9.2 % (-1.6 %) | +30.6 % (+2.3 %) |
| Quantité de mois de performance positive : | 53 % | 67 % |
| Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent) | 117 PB (+10 PB) | 523 PB (+27 PB) |
| Notation moyenne (actuelle) | A- | BB+ |

Vous trouverez de plus amples informations dans les [factsheets](#) sur le Zugerberg Income Fund et le Credit Opportunities Fund.

Immobilier, infrastructures

Le ralentissement de l'inflation comme moteur de création de valeur



Immeubles résidentiels à Walchwil, canton de Zoug (Photo : Andreas Busslinger)

Avec le ralentissement de l'inflation et la baisse des taux directeurs, les évaluateurs ne pourront éviter d'abaisser également leurs taux d'actualisation des futurs cash flows des biens immobiliers (par exemple, les revenus locatifs) et des placements d'infrastructure (par exemple, les redevances des utilisateurs). Etant donné qu'il s'agit de placements qui se caractérisent par une durée élevée, l'application même minime d'un taux d'actualisation plus faible a déjà un impact élevé sur la valeur.

Supposons qu'un bail génère un loyer mensuel net de 2'000 francs, soit 24'000 francs par année. Étant donné qu'il y a lieu de s'attendre à la même chose pour les années à venir, tous les futurs revenus peuvent être actualisés à la valeur actuelle. Avec un taux d'actualisation de 4 %, cela représente 624'000 francs ; avec un taux d'actualisation de 3 %, la valeur du placement en capital s'élève à 824'000 francs environ, soit 200'000 francs de plus.

C'est la raison pour laquelle il a été aussi important pour l'économie que la Banque nationale suisse ait pu revenir rapidement à des taux d'intérêt plus faibles. Il y a un an, certains économistes semblaient encore convaincus que les taux directeurs devaient aller jusqu'à 2.0 % (ce qui aurait été de pair avec des taux de crédit hypothécaire de 3.0 %).

Depuis lors, le taux directeur de la BNS s'élève à 1.25 % après deux baisses, avec l'espoir qu'il sera réduit en septembre ou décembre à 1.0 % après l'examen de la situation monétaire par la Direction générale de la BNS, bientôt dirigée par Martin Schlegel. Les crédits hypothécaires à long terme sont d'ores et déjà à nouveau disponibles à des taux nettement inférieurs à 2.0 %.

Cela a une influence très variée sur le marché immobilier suisse et la situation patrimoniale de la population. Sur le plan du financement, les ménages qui ont souscrit des crédits hypothécaires sur le marché monétaire sont immédiatement soulagés. La baisse des dépenses de financement est prise en compte dans le taux d'intérêt de référence, ce qui réduit également le risque d'augmentation des loyers et soulage ainsi les ménages locataires. L'évolution des prix de la propriété du logement est soutenue par les meilleures conditions de financement, et le marché des transactions pour les immeubles d'habitation de rendement devrait ainsi à nouveau connaître une certaine reprise. Ces deux éléments sont à l'origine d'un « effet de richesse » et, pour l'avenir, de bonnes perspectives de hausse des dépenses de consommation et d'investissements persistants dans la construction.

A cela viennent s'ajouter les effets à fort retardement auprès des caisses de pension et des assurances qui, aux fins de leurs engagements sur le long terme, préfèrent enrichir leur portefeuille jusqu'à 20 % d'immeubles de rendement suisses. Des évaluations plus élevées peuvent également être attendues dans ce domaine, car les investisseurs institutionnels profitent bien plus souvent que les propriétaires privés d'immeubles de rendement de chaque possibilité d'augmentation du rendement (par exemple, du relèvement du taux d'intérêt de référence à 1,75 % au 1er décembre 2023). Des revenus locatifs plus élevés et des taux d'actualisation plus faibles augmenteront la performance globale des investisseurs institutionnels, ce qui équivaut en même temps à un taux de couverture plus élevé et présente des perspectives avantageuses pour tous les bénéficiaires en activité.

| Sous-classe d'actifs | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|------------------------------------|----------|------------|--|
| Biens résidentiels CH | ↗ | ↗ | L'importante immigration s'accompagne d'avantages sur le plan économique, mais génère une pénurie persistante de logements surtout dans les grands centres. |
| Surfaces de vente et de bureaux CH | → | ↗ | Du fait des nombreuses incertitudes, le marché des transactions a connu un temps d'arrêt, mais il devrait se reprendre au cours du deuxième semestre. |
| Fonds immobiliers CH | → | ↗ | Les fonds immobiliers cotés ont quelque peu progressé jusqu'à fin juin (+3.4 %). Il n'y a pas lieu de s'attendre à de nouvelles hausses dans l'immédiat. |
| Actions et fonds d'infrastructures | ↗ | ↗ | Les baisses de taux d'intérêt représentent une bénédiction pour les valeurs combinées de l'immobilier et de l'infrastructure comme Flughafen Zürich (+16.3 % de rendement total depuis le 01/01/2024). |

Actions

Se préparer à la baisse des taux d'intérêt



Utilisation de l'intelligence artificielle et de l'automatisation afin d'augmenter la productivité et l'efficacité du travail (Source de l'image : stock.adobe.com)

Pour le second semestre, il convient de préparer l'intégralité du portefeuille à un environnement de taux d'intérêt plus bas. Dans le monde entier, la baisse des perspectives de rendement sur les liquidités devrait faire revenir les capitaux excédentaires vers les marchés des actions. Les titres européens pourraient notamment en bénéficier, car ils sont encore bon marché en comparaison historique et offrent un rendement nettement supérieur à celui des liquidités ou des obligations d'État.

L'assouplissement de la politique monétaire mondiale peut bien ne pas avoir lieu de manière rapide ni synchrone, mais il a lieu. La quasi-totalité des grandes banques centrales sont désormais sur la voie de la baisse des taux d'intérêt. Parmi les 23 principales banques centrales figurant dans le guide trimestriel de Bloomberg Economics, seule la Banque du Japon semble ne pas envisager de réduire ses taux directeurs au cours des 18 prochains mois. Cette année, la plupart des banques centrales procéderont à un assouplissement, ce qui réduira les coûts du crédit pour les ménages et les entreprises. Même la Réserve fédérale devrait, d'après ses propres prévisions, procéder à quelques baisses de taux. Au total, le taux d'intérêt de référence mondial actuel, compilé par Bloomberg Economics, devrait selon les estimations être inférieur d'environ 155 points de base à la fin de l'année 2025.

Cela ouvre des opportunités de placement également pour les sociétés qui poursuivent leurs perspectives de croissance à l'aide de capitaux étrangers. Jusqu'ici, ce sont surtout les entreprises à cash-flow important qui ont réussi à s'imposer sur les marchés des actions. Certainement, des incertitudes macroéconomiques subsistent, elles ne sont toutefois pas d'une ampleur exceptionnelle. En revanche, une nouvelle composante sont les activités d'investissement actuelles autour de

l'intelligence artificielle (IA), lesquelles ouvrent également de nouvelles opportunités de placement.

Cela ne concerne pas seulement l'action Nvidia, mais également celles de toutes les entreprises qui augmentent leur productivité grâce à l'IA. La dynamique du marché des technologies de transformation est souvent surestimée à court terme, mais sous-estimée à long terme. Il apparaît que nous avons à faire à un changement fondamental qui aura des répercussions significatives dans de nombreux domaines d'activité : par exemple, dans la recherche accélérée de substances pharmaceutiques, dans le traitement des informations relatives aux clients, dans l'ensemble de la fabrication industrielle comme dans la logistique en amont des composants provenant du monde entier et dans la livraison en aval des produits vers leurs points de vente. Les perspectives générées par les taux d'intérêt plus bas et les avantages tirés des changements technologiques amélioreront l'ampleur du rebond sur les marchés des actions.

Sur le plan de l'allocation géographique, nous ne considérons pas le marché américain des actions comme exceptionnellement attractif, à l'exception des géants de la technologie. Par ailleurs, il est possible que les fluctuations du marché augmentent à l'approche des élections de novembre. Étant donné que les actions américaines représentent désormais 70 % de l'indice mondial des actions, cette situation s'applique également aux investisseurs passifs d'ETF dans le monde entier. Nous nous positionnons volontairement en priorité sur les actions suisses, que nous complétons par des actions européennes et par une sélection de titres technologiques américains, ce qui s'accompagne de fluctuations de portefeuille moins importantes et d'attentes de bénéfices plus stables.

| Sous-classe d'actifs | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|----------------------------|----------|------------|--|
| Actions Suisse | ↗ | ↗ | Il est possible de diminuer le risque inhérent à l'allocation d'actions grâce à l'application de nombreuses méthodes de sélection disciplinée de modèles d'entreprise rentables et durables. |
| Actions Zone euro / Europe | ↗ | ↗ | Les actions européennes dans le domaine de l'intelligence artificielle, telles que celles de SAP et de Schneider Electric, sont incontournables pour ceux qui souhaitent obtenir des rendements relativement stables, indépendamment de l'environnement du marché. |
| Actions Etats-Unis | ↔↗ | ↗ | L'IA est probablement le cycle technologique le plus révolutionnaire depuis l'invention d'Internet. Quelques géants de la technologie sont encore au centre de l'attention. |
| Actions Pays émergents | ↗ | ↗ | Nous nous intéressons principalement au potentiel de croissance structurel et qualitatif sur une longue période, ce que nous trouvons (de manière sélective) en Inde. |

Placements alternatifs

Des placements sur le marché privé à la valorisation attrayante



(Source de l'image : stock.adobe.com)

En dépit de performances très solides, de nombreuses sociétés d'investissement et certains Asset Managers actifs conservent des valorisations attractives. Les baisses de taux d'intérêt favorisent leur environnement. Cela vaut également pour l'élargissement de la palette de produits. A cela s'ajoute que sur le plan de l'évolution de la valeur, de nombreuses participations se négocient avec une décote de 30 %. Celle-ci est parfois réduite par des programmes de rachat d'actions. Ce segment se caractérise en outre par des dividendes élevés.

Pour les caisses de pension comme pour les particuliers aisés, les placements sur le marché privé représentent une part de plus en plus importante de l'allocation globale. Il y a peu, la Caisse de pension de Nestlé a rendu publique son allocation stratégique d'actifs pour ces prochaines années, après avoir procédé à une analyse de la situation globale de la conjoncture, des marchés des capitaux et de ses propres engagements (analyse « ALM Asset & Liability Management »). Cette allocation comprend 28 % d'actions cotées et 7 % d'actions non cotées, ce qui signifie que sur une allocation totale de 35 % d'actions, un cinquième est investi en dehors des marchés boursiers.

Il y a vingt ou même dix ans, cette proportion était encore nettement inférieure. La même chose s'applique à la quasi-totalité des investisseurs institutionnels dans le monde. Comme l'ont montré des enquêtes récentes, à l'avenir, la part des placements sur les marchés privés dans les portefeuilles des caisses de pension, des fondations, des assurances et des banques devrait continuer à augmenter. Dans ce cadre, le segment typique du « buyout » ne sera pas le seul au premier plan. Bien au contraire, une large palette de produits alternatifs s'est développée au cours des 20 dernières années, qui permettent de réduire la volatilité

d'un portefeuille.

Ceux qui ne détiennent pas directement de placements sur le marché privé peuvent investir dans le segment « Listed Private Equity » et profiter ainsi de la tendance structurelle à la croissance. En règle générale, les sociétés de participation négociées chaque jour détiennent d'importantes positions de Private Equity, de Private Debt et de Private Infrastructure sur leur propre bilan.

Les investisseurs patients trouveront particulièrement intéressant de constater que les portefeuilles des fonds de Private Equity se négocient actuellement avec une forte décote de 30 %, à savoir à une valeur de marché bien inférieure à la moyenne sur le long terme, qui semble également souvent attractive par rapport aux valorisations des sociétés cotées. À cet égard, les chiffres clés opérationnels sur le plan du portefeuille, comme l'EBITDA, pointent des améliorations sensibles au cours des derniers trimestres, qui sont le fruit de mesures d'augmentation de valeur telles que les améliorations opérationnelles de l'efficacité, les acquisitions supplémentaires et l'expansion à international.

Les transactions de cession (« Exits ») via des acquéreurs stratégiques ou introductions en bourse à l'instar de Galderma à la Bourse suisse) devraient être des moteurs de valeur supplémentaires au cours des prochains trimestres. Dans les sociétés de participation, les programmes de rachat d'actions sont en outre utilisés pour ramener efficacement le capital vers les investisseurs et réduire la décote. D'une manière générale, la baisse des taux d'intérêt ne crée pas seulement des conditions optimales pour le financement des transactions de Private Equity, avec un effet positif sur le rendement y relatif ; elle a également, en principe, un impact positif sur l'ambiance sur les marchés des capitaux.

| Sous-classe d'actifs | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|-----------------------------|----------|------------|---|
| Matières premières | → | →↗ | Les produits pétroliers en provenance de Russie font toujours l'objet de sanctions occidentales, ce qui les rend plus avantageux pour les acheteurs (Chine, Inde) et exerce une pression sur les prix du marché mondial en général. |
| Or / Métaux précieux | ↗ | → | Au cours du deuxième trimestre, le prix de l'or a connu une évolution latérale. Toutefois, la consolidation observée depuis avril peut éventuellement être appréciée comme une pause dans la tendance à la hausse. |
| Insurance-Linked Securities | →↗ | ↗ | Nous continuons à être satisfaits des solutions ILS qui, du fait de leur liquidité, sont utilisées exclusivement dans les stratégies de libre passage. |
| Private Equity | ↗ | ↗ | Depuis le lancement des solutions Listed Private Equity, les véhicules tant actifs que passifs performant de manière significativement meilleure que le marché des actions au sens large. |

Données du marché

| Classe d'actifs | Cours (en monnaie locale) | | | Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF) | | | |
|-------------------------------------|---------------------------|------------|---------|---|--------|--------|--------|
| | | 30.06.2024 | 06/2024 | 2024 YTD | 2023 | 2022 | 2021 |
| Actions | | | | | | | |
| SMI | CHF | 11'993.8 | -0.1% | +7.7% | +3.8% | -16.7% | +20.3% |
| SPI | CHF | 15'919.3 | -0.5% | +9.3% | +6.1% | -16.5% | +23.4% |
| DAX | EUR | 18'235.5 | -3.1% | +12.9% | +13.1% | -16.3% | +10.4% |
| CAC 40 | EUR | 7'479.4 | -8.0% | +2.8% | +9.6% | -13.9% | +23.6% |
| FTSE MIB | EUR | 33'154.1 | -5.5% | +13.3% | +20.4% | -17.3% | +17.3% |
| FTSE 100 | GBP | 8'164.1 | -2.5% | +12.0% | -0.3% | -8.8% | +16.7% |
| EuroStoxx50 | EUR | 4'894.0 | -3.5% | +12.2% | +12.1% | -16.0% | +16.0% |
| Dow Jones | USD | 39'118.9 | +0.6% | +11.1% | +3.5% | -7.7% | +22.2% |
| S&P 500 | USD | 5'460.5 | +2.9% | +22.6% | +13.1% | -18.5% | +30.6% |
| Nasdaq Composite | USD | 17'732.6 | +5.4% | +26.5% | +30.6% | -32.3% | +25.0% |
| Nikkei 225 | JPY | 39'583.1 | 0.0% | +10.9% | +8.6% | -19.7% | -2.6% |
| Sensex | INR | 79'032.7 | +6.4% | +16.9% | +7.4% | -4.8% | +23.2% |
| MSCI World | USD | 3'511.8 | +1.4% | +18.6% | +10.8% | -18.5% | +23.7% |
| MSCI EM | USD | 1'086.3 | +3.0% | +13.6% | -2.6% | -21.5% | -1.8% |
| Obligations (divers) | | | | | | | |
| Glob Dev Sov (Hedged CHF) | CHF | 152.0 | +0.5% | -2.2% | +2.2% | -13.2% | -3.0% |
| Glob IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 181.2 | +0.4% | -1.7% | +4.2% | -16.7% | -2.0% |
| Glob HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 345.8 | +0.3% | +1.9% | +8.7% | -13.6% | +1.4% |
| USD EM Corp (Hedged CHF) | CHF | 266.4 | +0.3% | +0.3% | +4.5% | -18.2% | -2.7% |
| Emprunts d'Etat | | | | | | | |
| SBI Dom Gov | CHF | 181.6 | +3.5% | +1.1% | +12.5% | -17.0% | -4.2% |
| US Treasury (Hedged CHF) | CHF | 137.6 | +0.7% | -2.9% | -0.5% | -15.0% | -3.5% |
| Eurozone Sov (Hedged CHF) | CHF | 175.8 | +0.0% | -3.2% | +4.8% | -18.9% | -3.7% |
| Obligations d'entreprise | | | | | | | |
| CHF IG Corp (AAA-BBB) | CHF | 184.6 | +1.5% | +1.6% | +5.7% | -7.5% | -0.5% |
| USD IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 183.7 | +0.3% | -2.5% | +3.5% | -18.5% | -2.3% |
| USD HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 589.8 | +0.6% | +0.6% | +8.5% | -13.7% | +4.1% |
| EUR IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 163.4 | +0.5% | -0.7% | +5.9% | -14.1% | -1.2% |
| EUR HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 291.6 | +0.1% | +1.6% | +9.8% | -10.9% | +3.2% |
| Placements alternatifs | | | | | | | |
| Or Spot CHF/kg | CHF | 67'234.9 | -0.4% | +19.4% | +0.8% | +1.0% | -0.6% |
| Commodity Index | USD | 101.0 | -2.5% | +9.6% | -20.4% | +15.1% | +30.8% |
| SXI SwissRealEstateFunds TR | CHF | 2'419.5 | +2.4% | +3.4% | +5.4% | -17.3% | +7.6% |
| Devises | | | | | | | |
| Dollar / franc suisse | CHF | 0.8988 | -0.4% | +6.8% | -9.0% | +1.3% | +3.1% |
| Euro / franc suisse | CHF | 0.9628 | -1.6% | +3.7% | -6.1% | -4.6% | -4.0% |
| 100 yen japonais / franc suisse | CHF | 0.5582 | -2.7% | -6.4% | -15.4% | -11.0% | -7.5% |
| Livre sterling (GBP) / franc suisse | CHF | 1.1364 | -1.2% | +6.0% | -4.2% | -9.3% | +1.9% |

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 30/06/2024 ; données économiques au 30/06/2024 ; pronostics économiques au 30/06/2024. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.