

Show aquatique «Zug Magic» au quai du Vorstadt de Zoug (Photo: Andreas Busslinger)

## Démarrage positif pour la saison des résultats

De nombreuses personnes sont impressionnées par l'évolution de la conjoncture et la bonne saison des résultats. En revanche, l'on ignore encore si les risques de récession aux États-Unis ont simplement été reportés dans le temps ou si nous pouvons progressivement escompter un atterrissage en douceur. Sur le plan de la consommation, le climat reste bon, bien au-delà des États-Unis. Dans le secteur industriel, les perspectives conjoncturelles restent plus difficiles et c'est celui qui est le plus marqué par le caractère déflationniste. Les prix à la production ont déjà sensiblement baissé aux États-Unis (-3.1 %) et en Chine (-5.4 %). En revanche, les perspectives sont bonnes pour le secteur des services, où les indices des directeurs d'achat se situent clairement dans la zone d'accélération de l'économie. Dans le monde entier, l'on est à la recherche de personnel qualifié. Au deuxième trimestre, la zone euro a connu une croissance annualisée de +1.2 %.

D'un point de vue géopolitique, la série de réunions au sommet entre la Chine et les États-Unis ont au moins stabilisé quelque peu la situation en termes de risque. Il est possible que les contrôles à l'exportation de

métaux rares comme le germanium et le gallium décidés dans le cadre du conflit commercial avec les États-Unis soient légèrement étendus. Les deux parties ont récemment montré les muscles et le potentiel fondamental d'escalade est toujours présent. Malgré les relations difficiles entre les deux superpuissances, la secrétaire américaine au Trésor Janet Yellen a tiré un bilan positif de sa récente visite en Chine. Celle-ci a également fait montre d'un optimisme modéré et espère la fin des restrictions à l'exportation.

En juillet, les cours des actions ont augmenté d'environ 3.1 % aux États-Unis et le dollar a baissé de 2.7 %. Ainsi, les différents indices (Dow Jones, S&P 500 et Nasdaq) sont restés pratiquement stables en francs. Les commentaires émis par les représentants de la Réserve fédérale américaine (Fed) ont été bien accueillis, ce qui permet de conclure que le cycle de hausse des taux directeurs aux États-Unis est terminé. Le rendement des bons du Trésor américain à deux ans est de 4.9 % (0.5 % de plus qu'en début d'année), celui des bons du Trésor américain à dix ans de 4.0 % (0.1 % de plus).

## Progression de nos stratégies en juillet

Le mélange que nous attendons, c'est-à-dire un ralentissement de l'inflation, une croissance modérée aux États-Unis et en Europe ainsi qu'une accélération de la croissance dans les pays émergents d'Asie, devrait continuer à favoriser les actifs risqués et une baisse de la volatilité.

En juillet, les Treasuries américains couverts en francs n'ont toujours rien rapporté. L'indice se situe à -1.4 % depuis le début de l'année. Le Swiss Bond Index est resté pratiquement stable en juillet (+0.2 %). Le Swiss Market Index (SMI) a également peu performé (+0.26 %), mais grâce à notre sélection, les rendements des portefeuilles ont connu une évolution réjouissante en juillet.

Nous continuons à maintenir la part d'actions neutre. Les portefeuilles équilibrés se situent nettement en dessus des rendements cibles depuis

le début de l'année (par ex. Revo2 : +7.4 %, Revo3 : +8.9 %). Les portefeuilles avec une part plus élevée de valeurs réelles (actions, immobilier, infrastructure et placements sur le marché privé) connaissent une hausse encore plus importante (par ex. Revo4 : +10.1 %, Revo5 : +11.7 %). Les solutions axées sur les dividendes ont également à nouveau connu une forte hausse (p. ex. RevoDividendes +12.7 % depuis le début de l'année).

Sur le plan des taux de change, le tableau a fortement changé en juillet. Le dollar a perdu massivement et s'échangeait le 31 juillet à 0.87 contre le franc (-2.7 % en un mois, -5.7 % depuis le début de l'année). L'euro a également perdu du terrain en juillet (-1.9 %) et se négociait dernièrement juste en dessous de 0.96, soit nettement moins qu'au début de l'année (-3.1 % en 2023).

Stratégies sur la base des titres individuels

Performance des stratégies\*

|                                 | Juillet 2023 | YTD 2023 |
|---------------------------------|--------------|----------|
| Zugerberg Finanz R1             | +0.7%        | +3.6%    |
| Zugerberg Finanz R2             | +1.0%        | +6.4%    |
| Zugerberg Finanz R3             | +0.8%        | +7.8%    |
| Zugerberg Finanz R4             | +1.0%        | +9.6%    |
| Zugerberg Finanz R5             | +1.0%        | +8.0%    |
| Zugerberg Finanz RDividendes    | +0.1%        | +11.0%   |
| Zugerberg Finanz Revo1          | +1.3%        | +4.2%    |
| Zugerberg Finanz Revo2          | +1.3%        | +7.4%    |
| Zugerberg Finanz Revo3          | +1.2%        | +8.9%    |
| Zugerberg Finanz Revo4          | +1.1%        | +10.1%   |
| Zugerberg Finanz Revo5          | +1.3%        | +11.7%   |
| Zugerberg Finanz RevoDividendes | +0.6%        | +12.7%   |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo3    | -0.5%        | +0.6%    |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo4    | -0.9%        | +0.2%    |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo5    | -1.4%        | +0.1%    |

Zugerberg Finanz Libre passage

Performance des stratégies\*

|                                     | Juillet 2023 | YTD 2023 |
|-------------------------------------|--------------|----------|
| Zugerberg Finanz Libre passage R0.5 | +0.6%        | +1.5%    |
| Zugerberg Finanz Libre passage R1   | +0.7%        | +2.9%    |
| Zugerberg Finanz Libre passage R2   | +0.8%        | +4.6%    |
| Zugerberg Finanz Libre passage R3   | +0.7%        | +5.6%    |
| Zugerberg Finanz Libre passage R4   | +0.8%        | +7.0%    |

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

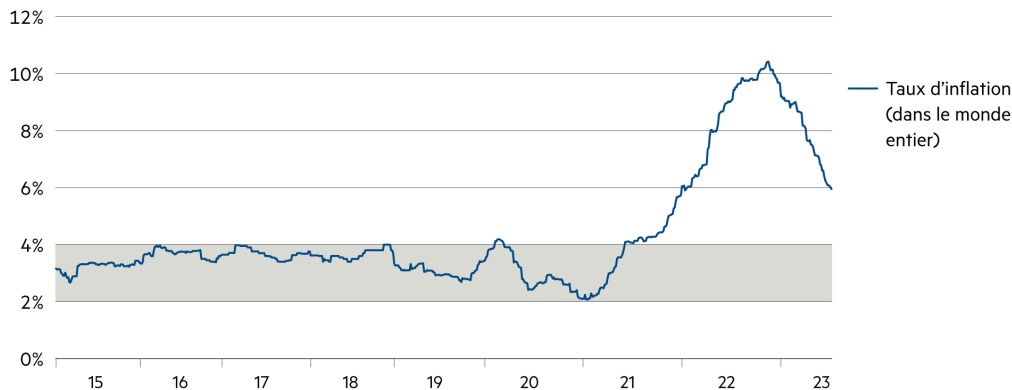
Performance des stratégies\*

|                                    | Juillet 2023 | YTD 2023 |
|------------------------------------|--------------|----------|
| Zugerberg Finanz 3a Revo1          | +1.3%        | +4.2%    |
| Zugerberg Finanz 3a Revo2          | +1.3%        | +7.4%    |
| Zugerberg Finanz 3a Revo3          | +1.2%        | +8.9%    |
| Zugerberg Finanz 3a Revo4          | +1.1%        | +10.1%   |
| Zugerberg Finanz 3a Revo5          | +1.3%        | +11.7%   |
| Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes | +0.6%        | +12.7%   |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3    | -0.5%        | +0.6%    |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4    | -0.9%        | +0.2%    |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5    | -1.4%        | +0.1%    |

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

Macroéconomie

## La consommation stabilise l'économie



Le taux d'inflation mondial en % de 01/2015 à 07/2023 (Source : taux d'inflation CPI calculé par Bloomberg | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Les consommateurs continuent à profiter d'un marché du travail tendu dans toutes les économies. De même, les bilans des ménages privés restent généralement solides. Dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Canada, le taux d'épargne reste supérieur à son niveau d'avant la pandémie. La confiance des consommateurs s'est sensiblement améliorée aux États-Unis et s'est stabilisée en Europe. Au niveau mondial, le taux d'inflation est en baisse (5.95 % à la fin juillet).**

Le principal risque conjoncturel provient des États-Unis, non pas principalement vers le bas, mais le risque de prochaines surprises macroéconomiques vers le haut. Les derniers chiffres de l'inflation ont surpris à la baisse et ont ainsi fait effet de propulseurs pour la croissance réelle. Désormais, de nombreux indicateurs pointent sur une poursuite de la reprise et reportent le risque de récession bien au-delà de 2024 (notamment la récente augmentation des revenus réels, la hausse des prix de l'immobilier, l'inflation CPI qui n'est plus que de 3.0 % et l'indice ISM Services de 53.9 points). Le marché du travail reste robuste et les constructions d'usines ont augmenté plus que jamais au cours des 20 dernières années. Une conjoncture forte pourrait inciter la Banque centrale Federal Reserve (Fed), après une pause, à augmenter encore ses taux directeurs au lieu d'attendre patiemment que les mesures extrêmement restrictives prises jusqu'à présent manifestent leurs effets.

Les pays émergents sont également sur le point de connaître de forts taux de croissance, bien au-delà de la Chine et de l'Inde. La croissance réelle dans les pays émergents d'Asie, soit près de 50 % de la population mondiale, est supérieure à 5 % cette année et le restera probablement l'année prochaine. Cela fait effet de stimulant pour l'économie mondiale

et soutient également l'économie européenne. En Europe, bien que les perspectives de croissance soient assombries, il existe également des perspectives prudemment optimistes. Les carnets de commandes dans l'industrie (p. ex. en Allemagne) et la production industrielle (p. ex. en France) ont nettement augmenté au cours des deux derniers mois. Si le secteur commercial déplore une baisse perceptible de la consommation, liée à l'augmentation des prix, en regardant vers l'avenir, des augmentations de salaires modérées sont toutefois à l'ordre du jour, alors que les hausses de prix sont quasiment inexistantes. L'on s'attend plutôt à des baisses de prix, sauf peut-être dans le secteur des services qui est en plein boom. Etant donné qu'en été, la consommation se déplace du nord de l'Europe vers le sud touristique, la croissance y est également plus élevée au troisième trimestre.

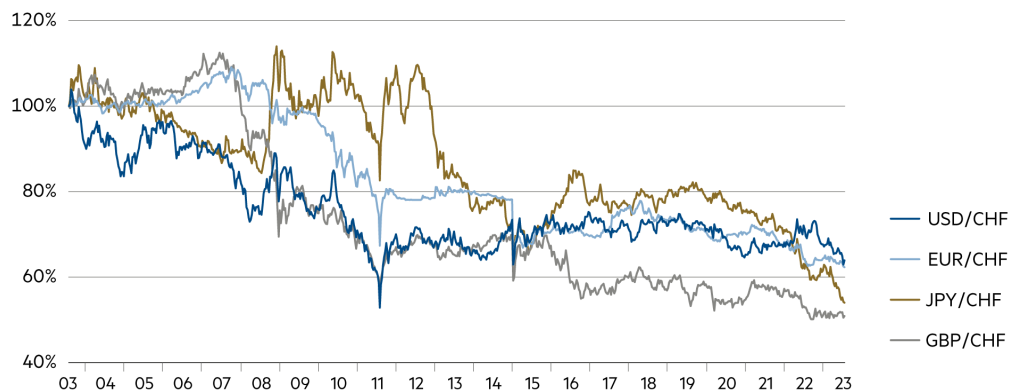
Le directeur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, considère la BCE comme déjà proche de son pic de taux d'intérêt. «Nous pensons que l'inflation sera de nouveau à 2 % en 2025. C'est ce que je m'engage à faire aujourd'hui», a récemment déclaré le membre du conseil des gouverneurs de la BCE. Pour 2024, il table sur une baisse de l'inflation à 2.5 % en moyenne. Ainsi, la BCE se rapproche de plus en plus de son objectif grâce à sa politique de resserrement. Si le pic des taux d'intérêt est atteint, les taux directeurs devraient y rester un moment. Dans le cadre de sa lutte contre l'inflation, la BCE les a relevés fin juillet pour la neuvième fois consécutive.

Sur le plan global, le taux d'inflation pondéré par pays revient dans la fourchette à long terme, qui se situe entre 2 et 4 %. Les anticipations d'inflation les plus basses se trouvent dans la zone euro et en Suisse.

| Région            | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations  |
|-------------------|----------|------------|--|
| Suisse            | →↗       | ↗          | Comme de nombreux pays industrialisés, la Suisse a enregistré une croissance économique modérée au premier semestre 2023, laquelle devrait se poursuivre au troisième trimestre.             |
| Zone euro, Europe | →↗       | ↗          | Les dernières prévisions de la BCE pour le PIB réel sont inchangées avec +1.5 % (2024) et +1.6 % (2025), avec des taux d'inflation de +3.0 % (2024) et +2.2 % (2025).                        |
| Etats-Unis        | →↗       | ↗          | La Fed prévoit une croissance du PIB réel de +1.1 % (2024) et +1.8 % (2025) - avec des taux d'inflation en baisse de 2.6 % (2024) et 2.2 % (2025).   |
| Reste du monde    | ↗        | ↗          | Le Mexique connaît une croissance plus importante que les États-Unis. Même chose pour la Chine : les économies du Vietnam, des Philippines, de l'Indonésie et de l'Inde croissent davantage. |

Liquidités, devises

## La dévaluation des monnaies « fortes »



Évolution du cours (variation en %) des quatre principales monnaies par rapport au CHF de 08/2003 à 07/2023 (Source : Bloomberg Finance LPI Graphique : Zugerberg Finanz)

**De nombreux investisseurs dans le monde considèrent le dollar et l'euro comme des monnaies fortes. Pourtant, leur dépréciation a été massive au cours des 20 dernières années. Pour le yen japonais et la livre britannique, la dépréciation a été encore plus forte. Pour l'investisseur en francs, le dilemme reste la monnaie. S'il est vrai que les actions et les obligations étrangères diversifient le portefeuille, la couverture des risques de change qui y sont liés sollicite une part considérable du rendement global.**

La perspective d'un rendement de 5.4 % est alléchante. C'est le taux de rendement actuel des «Government Bills» américains à 12 mois qui arrivent à échéance en dollars dans un an. Pourtant, les frais de couverture annuels de 3.8 % actuellement font nettement fondre le rendement net. Attention : c'est la situation avant impôts, ce qui signifie qu'un revenu d'intérêts de 5.4 % entraîne une charge supplémentaire de 1.6 % pour un taux d'imposition marginal de 30 % d'un particulier. Ce faisant, le rendement net après impôts fond à 0.0 %.

Il y a 20 ans, il fallait payer 1.37 franc pour un dollar, contre 0.87 franc aujourd'hui (-36 %). Un euro valait alors 1.54, et il vaut actuellement 0.96 (-38 %). Ainsi, les deux monnaies se sont dépréciées de manière quasiment identique. La livre britannique (-49 %) et le yen japonais (-46 %) ont connu une dévaluation nettement plus importante.

Il y aura d'autres dépréciations à l'avenir. Le franc reste la monnaie la plus forte. Ni les monnaies des pays producteurs de matières premières (Canada, Australie, Norvège), ni celles des pays émergents en pleine expansion (Chine, Inde) ne sont à même d'atteindre la même stabilité et la même acceptation.

C'est pourquoi il convient également de relativiser les fantastiques rendements en dollars. Par exemple, on entend souvent que l'indice large S&P500 a connu une évolution remarquable : ces 20 dernières années, il a enregistré une performance totale de +363 %, soit +7.9 % par an (en dollars). Exprimé en francs, le résultat est un peu plus clair : le cours des actions a augmenté de +193 % ou +5.5 % par an. Le rendement des dividendes n'a guère d'importance pour les actions américaines – hormis le fait que les déductions de l'impôt à la source ne sont pas favorables aux investisseurs. Le résultat du Swiss Market Index sur 20 ans est donc d'autant plus impressionnant, avec +7,1 % par an. L'indice des actions des PME suisses a même augmenté de +10.0 % par an. Celui qui souhaite dépasser ce rendement à long terme doit se diriger vers le marché indien des actions. Le Sensex est passé d'environ 3'900 à 66'527 (+1'643 % ; +11.3 % par an en francs).

Les placements dans des entreprises qui participent au développement mondial sont de toute façon prometteurs. Une entreprise comme Nestlé ne réalise plus que 2 % de son chiffre d'affaires en Suisse. Un peu plus de la moitié est réalisée dans les pays industrialisés occidentaux et près de la moitié dans les pays émergents. La diversité des devises dont a besoin un tel groupe pour ses activités quotidiennes (achats, production et distribution) est énorme, à l'instar de celle qu'il génère dans la vente. Les éventuelles opérations de couverture, également pour éviter des fluctuations importantes du résultat dans la devise rapportée, sont effectuées par la trésorerie de Vevey. Au cours des 20 dernières années, le cours a augmenté d'environ 290 % ; en tenant compte des dividendes, le rendement annuel en francs a été d'environ 10 %.

| Classe d'actifs                 | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations   |
|---------------------------------|----------|------------|---|
| Compte bancaire                 | →↗       | →          | Lors de la décision de placement, il convient de réfléchir mûrement entre un compte d'épargne illiquide, les obligations de caisse à faible rendement ou les placements en titres liquides. |
| Euro / Franc suisse             | →        | →          | Les anticipations d'inflation négociées en bourse dans la zone euro (2y2y) se situent à 2.86 % fin juillet - et sont pratiquement stables depuis plus de dix mois.                          |
| Dollar américain / Franc suisse | →↘       | ↘          | La pression à la dévaluation persiste, bien que le dollar ait perdu près de 6 % depuis le début de l'année, dont environ la moitié (-2.7 %) au cours du seul mois de juillet dernier.       |
| Euro / Dollar américain         | →↗       | ↗          | En juillet, mois volatil, l'euro a gagné près d'un pour cent et a terminé le mois à un cours de 1.10 (+2.7 % depuis le début de l'année).   |

Obligations

## Contribution positive des obligations



La Banque nationale suisse (BNS) à Zurich (Photo : Maurice Pedergnana)

Ces dernières années, les obligations se sont révélées être une classe d'actifs particulièrement difficile. En premier lieu, une part importante était associée à un rendement négatif à l'échéance. Ensuite, les hausses choquantes des taux directeurs ont fait dégringoler les indices obligataires dans le monde entier. Toutefois, la majeure partie du cycle de hausse des taux étant désormais derrière nous, les obligations devraient à nouveau contribuer positivement au rendement des portefeuilles à l'avenir.

Suite aux récentes hausses des taux directeurs, le pic des taux d'intérêt est pratiquement atteint. Aux États-Unis, aucune hausse supplémentaire n'est attendue. Au contraire, la dynamique déflationniste persistante est si forte que l'on table sur quatre ou cinq baisses des taux directeurs (de 5.3 % actuellement à 4.2 %) d'ici fin 2024.

En Suisse, nous sommes encore loin d'un tournant sur le plan des taux d'intérêt. Le 21 septembre, la BNS pourrait augmenter le taux directeur de 25 points de base supplémentaires, ce qui le porterait à 2.0 %. Actuellement, la probabilité de cette hausse est de 30 %. Sur ce point, la BNS est consciente qu'elle attise indirectement l'inflation en augmentant les loyers. Sans cet aspect, l'inflation en Suisse retomberait bientôt à 1 % et nous nous trouverions en zone confortable de stabilité des prix. La perspective n'est pas à une forte hausse de l'inflation, mais plutôt à un scénario déflationniste auquel la BNS n'a guère prêté attention jusqu'à présent.

En Suisse, l'on n'aperçoit toujours pas de risques d'inflation structurelle. Les effets de second tour restent faibles et le franc fort (+3.1 % par

rapport à l'euro et +5.7 % par rapport au dollar depuis le début de l'année) assure une évolution déflationniste des prix des marchandises importées. En outre, le franc fort complique le dynamisme de l'industrie d'exportation et renchérit le tourisme en Suisse. Pour les mois à venir, il ne faut pas s'attendre à une dynamique vigoureuse des économies entourant la Suisse. C'est pourquoi nous tablons sur une croissance réelle modeste et sur un recul de l'inflation pour le reste de l'année.

Du point de vue d'un investisseur obligataire, il y a tout de même lieu de se réjouir, étant donné que la probabilité d'une récession reste faible. L'intérêt du pic des taux consiste notamment en ceci que les investisseurs commenceront à réfléchir à des baisses de taux durant les trimestres et années à venir, ce qui devrait faire baisser le rendement des obligations à long terme et monter leur prix.

Dans une perspective à plus long terme, les taux d'inflation se situent tendanciellement dans une fourchette de 0.7 % à 1.5 % en Suisse. Cela pourrait s'accompagner à plus long terme de taux directeurs de l'ordre de 1.0 % et de crédits hypothécaires à plus long terme de 2.0 % à 2.2 %.

Pour cette raison, nous estimons qu'il est peu probable que le marché de l'immobilier soit déstabilisé en Suisse. La croissance des prix des maisons individuelles et des appartements en copropriété devrait ralentir légèrement du fait des conditions de financement légèrement plus restrictives. La croissance des hypothèques devrait toutefois se poursuivre et l'activité de construction repartir à la hausse. Les vulnérabilités sur le marché hypothécaire et immobilier sont probablement surestimées, alors que la résilience est sous-estimée.

| Sous-classe d'actifs                     | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations   |
|--|----------|------------|---|
| Obligations d'Etat                       | →        | →↘         | La courbe des taux inversée perdue en Suisse. Les obligations de la Confédération rapportent 1.04 % (2 ans) à court terme et 0.98 % (10 ans) et 0.92 % (30 ans) à long terme.         |
| Obligations d'entreprises                | ↗        | ↗          | Vu l'affaiblissement de la probabilité d'une récession, le rendement global des obligations d'entreprises devrait dépasser celui des obligations d'État à moyen terme.                |
| Obligations hybrides et à haut rendement | ↗        | ↗          | Plus la probabilité de récession est faible, plus les obligations à rendement élevé devraient être attractives. Les obligations hybrides ont un bel avenir de rendement devant elles. |

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

## Renforcement des obligations d'entreprises prometteuses



MSC Euribia - le navire de croisière le plus efficaces en énergie du secteur (Source d'images : mscpressarea.com)

**Nous continuons à renforcer les obligations prometteuses dans nos deux portefeuilles d'obligations. Les fonds en provenance d'intérêts et de remboursements sont tendanciellement investis dans des catégories de notation plus élevées et dans des obligations plus longues. Tant dans le Zugerberg Income Fonds (ZIF : +0.6 % en juillet) que dans le Credit Opportunities Fund (COF : +0.5 %), des progrès plus modestes, mais importants ont été réalisés dans cette direction.**

Le mois dernier, plusieurs remboursements ont été effectués, notamment celui de l'obligation à 3 % en francs suisses de MSC Croisières. La compagnie de croisières genevoise a traversé une phase exceptionnellement difficile pendant la pandémie. Nous avons décidé de conserver ses obligations jusqu'à la fin, car nous avons discerné son potentiel à moyen et long terme. Avec son nouveau navire de croisière, MSC Croisières franchit une étape importante vers une exploitation climatiquement neutre d'ici 2050. Les navires les plus récents fonctionnent au bio-gaz naturel liquéfié, disposent d'installations de pointe pour le traitement des eaux usées et d'un système de recyclage innovant. La quatrième plus importante entreprise au monde dans ce secteur a un avenir radieux devant elle, également grâce à des terminaux ultramodernes comme celui de Port Miami, en Floride, et à un rapport qualité/prix attractif. Néanmoins, elle est devenue si solide en capital qu'elle ne fait plus appel au marché des capitaux.

Au sein du COF, nous avons notamment placé de l'argent dans la société «Matterhorn Telecom», également domiciliée à Genève, qui est la holding de Salt. L'agence de notation Fitch a attribué à son emprunt de

100 millions de francs pour une durée de cinq ans une notation «senior secured» de «BB+». Cette notation reflète la part de marché de 16 % à 17 % de Salt sur le marché suisse de la téléphonie mobile, structurellement stable, qui définit la majeure partie du cash-flow. Grâce à une mise en œuvre solide et à sa structure de coûts svelte, l'entreprise est en mesure de dégager une marge EBITDA de 43.5 %, l'une des plus élevées dans ce secteur. Avec le développement de son activité à haut débit par fibre optique, Salt a de bonnes chances d'augmenter son chiffre d'affaires et d'accroître la diversité de son cash-flow au cours des quatre à cinq prochaines années. L'entreprise a conclu un accord intéressant avec plusieurs fournisseurs de câbles à fibres optiques, qui lui permet d'atteindre une rentabilité pratiquement indépendante du propriétaire et de réaliser des investissements en fonction des résultats, ce qui réduit le risque d'investissement et accélère l'introduction sur le marché.

Au sein du COF, d'autres transactions réduisant les risques ont été réalisées en Europe du Nord. Nous avons augmenté certains emprunts subordonnés à long terme, notamment ceux de Swiss Re, UBS et Rabobank. Ces trois entreprises bénéficient d'une très bonne notation.

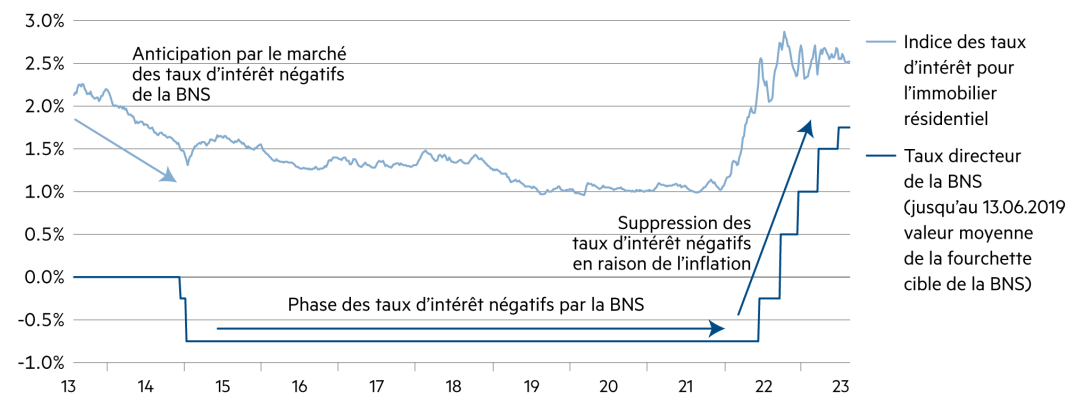
En juillet, le ZIF a de nouveau enregistré un grand nombre de transactions. La principale tendance a été l'acquisition d'obligations à longues durées résiduelles, par exemple l'obligation en dollars du groupe pharmaceutique anglo-suédois AstraZeneca qui arrive à échéance en 2031. AstraZeneca a réussi à surprendre positivement les analystes avec un rapport semestriel solide et un pipeline attrayant.

|  | Zugerberg Income Fund | Credit Opportunities Fund |
|--|-----------------------|---------------------------|
| Rendement 2023 (depuis le début de l'année)  | +2.4 %                | +0.3 %                    |
| Rendement depuis le début (taux annualisé)   | -11.6 % (-2.4 %)      | +20.2 % (+1.8 %)          |
| Quantité de mois de performance positive :   | 58 %                  | 68 %                      |
| Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent) | 244 PB (-26 PB)       | 703 PB (-45 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

## Mouvement latéral des taux hypothécaires



Évolution de l'indice suisse des taux d'intérêt pour l'immobilier résidentiel du 01.08.2013 au 31.07.2023 (Source : Hypotheke.ch, évolution des taux d'intérêt des crédits hypothécaires pour les logements en propriété habités durablement par leur propriétaire | Graphique : Zugerberg Finanz)

En ce qui concerne les crédits hypothécaires suisses pour les logements en propriété habités par leur propriétaire, une fourchette latérale de 2.4 % à 2.7 % s'est constituée sur le marché. C'est nettement plus que la moyenne de 1.0 % des taux d'intérêt des crédits pour les années 2019 à 2021, lorsque la Banque nationale et les banques commerciales appliquaient une phase de taux d'intérêt négatifs. Actuellement, il est difficile de prévoir dans quelle mesure le taux d'intérêt de référence sera relevé et, par conséquent, dans quelle mesure le niveau des revenus locatifs augmentera en Suisse.

Les loyers proposés dans les offres de location publiées en juillet n'ont pratiquement pas connu de changement. Pourtant, dans les mois à venir, les loyers risquent d'augmenter jusqu'à 6 %. Sur une année, l'on constate déjà une nette augmentation des loyers proposés. Cependant, pour les appartements en propriété publiés dans les annonces, une stabilisation des prix se manifeste malgré l'augmentation des coûts de financement, alors que les prix des maisons individuelles ont quelque peu baissé et ceux des immeubles d'habitation nettement, mais sans atteindre de baisse à deux chiffres. C'est ce qui ressort d'une combinaison des évaluations trimestrielles de FPRE Fahländer Partner, avec ses indicateurs basés sur des données probantes, et du Swiss Real Estate Offer Index calculé mensuellement et publié en collaboration avec le CIFI.

Étant donné que de nombreux immeubles d'habitation ont été achetés à des rendements nets de départ très serrés dans le but d'éviter des taux d'intérêt négatifs sur le compte bancaire, certains particuliers pourraient désormais se retrouver en difficulté – surtout s'ils étaient financés de justesse avec des fonds propres. Selon l'Office fédéral de la statistique, les particuliers détiennent plus de la moitié (56 %) de tous

les immeubles d'habitation. Quant aux investisseurs institutionnels, ils sont moins ou peu en danger, car ils sont connus pour être des investisseurs patients sur le long terme et continuent au bout du compte à obtenir un rendement solidement supérieur au taux d'intérêt technique requis pour les caisses de pension.

Depuis la première hausse du taux directeur par la BNS il y a un an, la courbe des taux d'intérêt des crédits hypothécaires s'est nettement aplatie. Alors que les durées inférieures à dix ans ont connu dans certains cas un renchérissement important, les hypothèques de onze ans sont aujourd'hui toujours aussi chères qu'avant les hausses de taux, ce qui signifie que les crédits hypothécaires d'une durée supérieure ou égale à 11 ans sont devenus plus avantageux malgré les hausses des taux directeurs.

Si cela peut paraître surprenant, cela s'explique par le fait que la majorité des donneurs de crédits hypothécaires considèrent que les taux d'intérêt vont baisser à moyen terme. L'obligation de référence de la Confédération à dix ans ne rapporte que 0.9 % en ce moment. Un donneur de crédit peut ainsi réaliser un rendement excédentaire de 1.6 % ou plus pour un crédit à long terme. Ce sont des marges inhabituellement élevées.

Les taux d'intérêt à court terme sont directement contrôlés par la BNS et deviennent plus chers, tandis que le «marché libre» joue en faveur des taux d'intérêt à long terme. Cette situation favorise l'émergence de ce que l'on appelle une courbe des taux inversée. Chez certains prestataires – par exemple Swiss Life – la courbe des taux est déjà inversée pour les taux hypothécaires publiés. Cette situation pourrait encore s'aggraver en cas d'examen restrictif par la BNS de la situation en matière de politique monétaire en septembre.

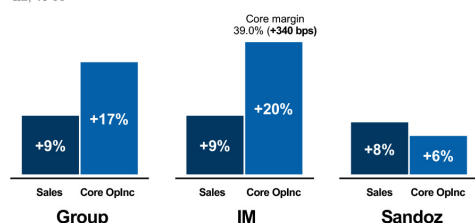
| Sous-classe d'actifs               | 3–6 mois | 12–24 mois | Estimations   |
|------------------------------------|----------|------------|---|
| Biens résidentiels CH              | →        | →↗         | Les hypothèques SARON sont devenues plus chères, alors que pour les prêts hypothécaires à taux fixe de plus longue durée, une diminution se dessine pour le quatrième trimestre.                                  |
| Surfaces de vente et de bureaux CH | →↘       | →          | Selon Swiss Prime Site, il existe actuellement en Suisse une demande structurellement excédentaire dans le secteur commercial, avec des effets stabilisateurs.  |
| Fonds immobiliers CH               | →        | →↗         | L'évolution stable (SWIIT -0.2 % depuis le début de l'année) montre que la demande de surfaces de bureaux très bien situées a également connu une reprise.  |
| Actions et fonds d'infrastructures | ↗        | ↗          | Les rendements globaux vigoureux des infrastructures ont persisté également pendant le mois de juillet volatil, par exemple Flughafen Zürich (+31.5 %) et BKW (+26.5 %) ainsi que Veolia Environnement (+28.3 %). |

Actions

## Des nouvelles réjouissantes tirées des rapports semestriels

### Growth and Productivity

Q2, % cc



### FY 2023 Group guidance raised<sup>1</sup>

Sales expected grow high single digit  
Core OpInc expected to grow low double digit

### Innovation and other milestones

#### Kisqali®

NATALEE Ph3 at ASCO

#### Cosentyx®

US approval 300mg AI and PFS; EU approval in HS

#### Entresto®

EU approval in pediatric HF, extending RDP to Nov 2026

#### Iptacopan

US and EU filings in PNH; US BTD for C3G

#### Continue strategic rationalization of development portfolio

including Chinook acquisition, divestment of front of eye assets and termination of BeiGene option agreement for ociperlimab

#### Entresto® US IP update

Mylan held to infringe crystalline complex patents; Novartis disagrees with negative decision by Delaware Court and will appeal to uphold validity of combination patent

Le groupe Novartis est en bonne santé (Source : Novartis Q2 2023 Results, Investor presentation, page 4)

Le SMI continue à évoluer principalement de manière latérale. Avec une performance de +5.4 % depuis le début de l'année, il remplit toutes les attentes. Parmi ses trois poids lourds, seule Novartis traverse une bonne phase. L'action Nestlé stagne depuis quatre ans et, chez Roche, les réductions d'objectifs de cours se sont multipliées ces derniers temps. Les entreprises qui sont actuellement en bonne santé n'en ont que plus brillé.

Les rapports semestriels sont venus confirmer la tendance selon laquelle certaines entreprises du SMI se trouvent actuellement dans une forme magnifique et sont parvenues à réaliser des rendements globaux robustes au cours des sept premiers mois de cette année. C'est en grande partie grâce à ces actions que nous avons pu jusqu'ici nettement surperformer le SMI :

**Kühne+Nagel** (+33.4 %) : le petit nouveau au SMI commence seulement à s'adapter à la «feuille de route 2026». Pour l'heure, son action a réalisé la meilleure performance du SMI au cours de l'année. En dépit du ralentissement de la dynamique économique mondiale, l'EBIT du leader mondial du fret maritime et aérien au deuxième trimestre a nettement dépassé les attentes.

**Holcim** (+32 %) : le groupe de matériaux de construction se négocie à un ratio cours/bénéfice modéré de 12 et séduit par sa transformation rapide réalisée grâce à une croissance robuste par acquisitions. Ses marges se sont améliorées de manière impressionnante en Europe (à 20.6 %) et en Amérique du Nord (à 25.6 %). Sa croissance organique pour l'année en cours (Amérique du Nord env. 8 %, Europe 10 %, Amérique latine 11 %, Asie 9 %) est également impressionnante.

**Partners Group** (+25.1 %) : après le «business update» du premier

semestre, son action a connu une hausse sensible. La levée de fonds devrait connaître une certaine accélération au second semestre, ce qui a permis de confirmer la guidance pour l'ensemble de l'année. L'accent traditionnellement mis sur les «middle market buyouts» reste solide et peu affecté par la hausse générale des coûts de financement. Aucun ajustement d'évaluation substantiel ne s'est avéré nécessaire. Un nouvel axe prioritaire est constitué par les 45 installations de biogaz et de biométhane, afin de soutenir les carburants alternatifs pour la transition énergétique européenne.

**Sika** (+23.7 %) : le groupe de chimie du bâtiment vient d'augmenter ses capacités de production de macrofibres aux États-Unis, renforçant ainsi sa position de fournisseur global et innovant de projets de construction durable. La construction de nouvelles usines de fabrication industrielle et durable avec des gigafactories et des centres de calcul bat son plein aux États-Unis, ce qui entraîne également un besoin en microfibres pour la fabrication de dalles et de sols industriels résistants à l'abrasion.

**Swiss Life** (+22.3 %) : son rendement total est presque deux fois plus élevé que celui de Swiss Re (+11.9 %) et nettement supérieur à celui de Zurich Insurance (0.4 %). L'activité de gestion d'actifs avec des placements immobiliers et d'infrastructure pour des tiers connaît également une croissance impressionnante.

**Novartis** (+13.6 %) : son rendement dépasse de loin celui de Roche (-3.5 %), mais aussi celui de Lonza (+12.2 %). La focalisation commence à porter ses fruits. La croissance et la productivité sont bonnes. Par conséquent, ses perspectives pour les années à venir semblent fiables.

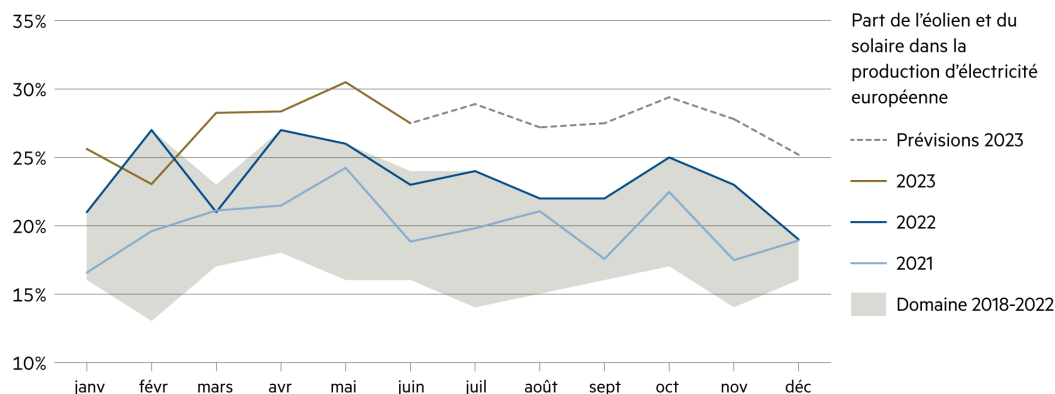
Nous reviendrons à une autre occasion sur notre sélection en dehors de la Suisse.

| Sous-classe d'actifs       | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations  |
|----------------------------|----------|------------|--|
| Actions Suisse             | → ↗      | ↗          | En juillet, le SMI a progressé de 0.26 %. Partners Group (+16.2 %) a affiché la meilleure performance, tandis que Richemont (-7.5 %), Lonza (-5.3 %), Roche, Zurich, ABB et Nestlé (-1 % chacun) ont été les plus faibles. |
| Actions Zone euro / Europe | → ↗      | ↗          | En juillet, un rapport semestriel convaincant a permis au fournisseur de matériaux de construction Saint-Gobain de réaliser un fort rendement (+10.3 %). D'autres titres ont stagné.                                       |
| Actions Etats-Unis         | → ↗      | ↗          | Alphabet/Google (+10 %), KKR (+6 %) et ThermoFisher Scientific (+5 %) ont réalisé une bonne performance en juillet.  |
| Actions Pays émergents     | → ↗      | ↗          | L'indice large MSCI Emerging Markets a perdu 3.7 % au cours des 5 dernières années (en dollars ; en francs, c'était -15.4 %). Ici, une sélection vaut définitivement la peine.   |



Placements alternatifs

## Baisse des risques énergétiques en Europe



Part mensuelle de l'éolien et du solaire dans la production d'électricité européenne (Source : Ember, estimation pour juillet à décembre 2023 | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'énergie éolienne et l'énergie solaire jouent un rôle de plus en plus important dans la production d'électricité en Europe. Au mois de mai, la contribution de l'énergie éolienne et solaire à la production d'électricité a atteint un niveau record de 30.7 %. Pour les mois de juin et juillet, de nouveaux records devraient être atteints. Le gaz (14.7 %) et le charbon (10.3 %) ne jouent plus qu'un rôle secondaire. En hiver, on pourra également compter sur l'énergie hydraulique (14.5 %) et le gaz (14.7 %). Les niveaux de remplissage de gaz sont déjà supérieurs à 86 % et des contrats de fourniture à long terme ont été conclus.

L'excellent contexte qui s'est constitué en Europe est également le fruit du choc des prix de l'énergie survenu au début de la guerre en Ukraine. S'il ne s'agit bien évidemment pas d'inviter à gaspiller l'électricité, l'UE se rapproche toutefois de manière perceptible de l'objectif fixé par l'Agence internationale de l'énergie, soit de réaliser d'ici 2030, 50 % de la production d'électricité grâce à l'énergie éolienne et solaire, dans le but d'atteindre son objectif climatique à long terme. Avec l'énergie hydraulique, les deux tiers de l'électricité européenne seront alors produits par des sources d'énergie renouvelables.

En ce moment, l'UE est sur la meilleure des voies pour franchir cette étape en avance. Les risques énergétiques ont massivement diminué – grâce aux éoliennes les plus modernes, que la Weltwoche a récemment qualifiées avec humour de «tours de cathédrales de la religion climatique». Mais les autorisations représentent toujours un problème, même en Suisse.

Cette année, la part de l'énergie éolienne et solaire est passée à 27.1 % (contre 22.3 % en 2022). Les États-Unis et la Chine sont encore bien loin de telles valeurs. Dans ces deux pays, la part de l'énergie éolienne

et solaire (18 %) dans la production d'électricité est sensiblement moindre.

Aux États-Unis, le gaz est la première source d'électricité (environ 40 %). Comme dans l'UE, l'énergie nucléaire (environ 19 %, contre 22 % dans l'UE) joue un rôle plus important qu'en Chine (environ 5 %). Dans ce dernier pays, le charbon est notamment utilisé pour la production d'électricité (60 %), ce qui fait du mix électrique chinois le pire en absolu sur le plan des émissions de dioxyde de carbone.

En Europe, il manque un réseau électrique efficace couvrant l'ensemble du territoire. Au cours des mois de l'été en cours, la production d'électricité au Portugal et en Espagne est parfois déjà assurée à plus de 100 % par des sources d'énergie renouvelables. Et pourtant, il manque la capacité de stockage et de lignes pour injecter le surplus d'électricité dans le réseau français. En lieu et place, des parcs éoliens – d'ailleurs également en mer du Nord – doivent être mis temporairement hors service.

Les prix de gros européens du gaz s'élevaient dernièrement à 26.7 euros par MWh à la fin juillet (-61 % depuis le début de l'année). Les stocks de gaz dans l'UE ont continué à augmenter et sont déjà remplis à 86.2 % (contre 56 % l'année dernière à la même période).

Suite à la décision surprenante de l'Arabie saoudite de réduire unilatéralement sa production d'environ un million de barils par jour et aux bonnes perspectives économiques, en juillet les prix du pétrole ont augmenté de 13 % (type WTI) à 16 % (type Brent). En revanche, l'indice S&P Global Clean Energy (-0.6 % en juillet) a traduit la baisse des prix des énergies renouvelables et la position de faiblesse des fournisseurs d'énergie éolienne qui ne peuvent pas livrer faute d'autorisations.

| Sous-classe d'actifs        | 3–6 mois | 12–24 mois | Estimations  |
|-----------------------------|----------|------------|--|
| Matières premières          | →        | ↗          | L'indice Bloomberg Commodity TR (en dollars) a progressé de 6 % en juillet et n'est plus que de 2 % inférieur à son niveau du début de l'année.  |
| Or / Métaux précieux        | →        | →          | Le prix de l'or a légèrement baissé en juillet, à 1'713 francs l'once (-0.35 %). Le prix de l'argent (21.6 francs ; +5.8 %) a augmenté grâce à une demande rendue plus forte par la conjoncture.       |
| Insurance-Linked Securities | ↗        | ↗          | Les obligations d'assurance subordonnées, garanties en francs suisses, disposent de perspectives exceptionnellement bonnes après le pic des taux d'intérêt.  |
| Private Equity              | →        | ↗          | Notre sélection dans le domaine du «Listed Private Equity» continue à faire ses preuves. Le fonds a continué à progresser en juillet (+4 %). Depuis le début de l'année, une hausse de 13 % a eu lieu. |

## Données du marché

| Classe d'actifs                     | Cours (en monnaie locale) |            |         | Performance annuelle (en CHF) |        |        |        |
|-------------------------------------|---------------------------|------------|---------|-------------------------------|--------|--------|--------|
|                                     |                           | 31.07.2023 | 07/2023 | 2023 YTD                      | 2022   | 2021   | 2020   |
| <b>Actions</b>                      |                           |            |         |                               |        |        |        |
| SMI                                 | CHF                       | 11'309.3   | +0.3%   | +5.4%                         | -16.7% | +20.3% | +0.8%  |
| SPI                                 | CHF                       | 14'927.1   | +0.4%   | +8.7%                         | -16.5% | +23.4% | +3.8%  |
| DAX                                 | EUR                       | 16'446.8   | -0.2%   | +14.5%                        | -16.3% | +10.4% | +3.5%  |
| CAC 40                              | EUR                       | 7'497.8    | -0.7%   | +12.3%                        | -13.9% | +23.6% | -7.4%  |
| FTSE MIB                            | EUR                       | 29'644.7   | +2.9%   | +21.2%                        | -17.3% | +17.3% | -5.4%  |
| FTSE 100                            | GBP                       | 7'699.4    | +0.5%   | +3.6%                         | -8.8%  | +16.7% | -19.2% |
| EuroStoxx50                         | EUR                       | 4'471.3    | -0.4%   | +14.2%                        | -16.0% | +16.0% | -5.4%  |
| Dow Jones                           | USD                       | 35'559.5   | +0.4%   | +1.2%                         | -7.7%  | +22.2% | -1.8%  |
| S&P 500                             | USD                       | 4'589.0    | +0.2%   | +12.7%                        | -18.5% | +30.6% | +6.5%  |
| Nasdaq Composite                    | USD                       | 14'346.0   | +1.1%   | +29.3%                        | -32.3% | +25.0% | +31.6% |
| Nikkei 225                          | JPY                       | 33'172.2   | -1.4%   | +10.5%                        | -19.7% | -2.6%  | +11.6% |
| Sensex                              | INR                       | 66'527.7   | -0.4%   | +3.7%                         | -4.8%  | +23.2% | +3.4%  |
| MSCI World                          | USD                       | 3'064.3    | +0.4%   | +11.0%                        | -18.5% | +23.7% | +4.5%  |
| MSCI EM                             | USD                       | 1'046.9    | +2.8%   | +3.2%                         | -21.5% | -1.8%  | +6.1%  |
| <b>Obligations (divers)</b>         |                           |            |         |                               |        |        |        |
| Glob Dev Sov (Hedged CHF)           | CHF                       | 152.7      | -0.5%   | +0.4%                         | -13.2% | -3.0%  | +3.5%  |
| Glob IG Corp (Hedged CHF)           | CHF                       | 179.0      | +0.3%   | +1.2%                         | -16.7% | -2.0%  | +6.4%  |
| Glob HY Corp (Hedged CHF)           | CHF                       | 325.4      | +1.4%   | +4.2%                         | -13.6% | +1.4%  | +3.7%  |
| USD EM Corp (Hedged CHF)            | CHF                       | 259.3      | +0.9%   | +2.1%                         | -18.2% | -2.7%  | +4.3%  |
| <b>Emprunts d'Etat</b>              |                           |            |         |                               |        |        |        |
| SBI Dom Gov                         | CHF                       | 171.8      | -0.3%   | +7.7%                         | -17.0% | -4.2%  | +2.1%  |
| US Treasury (Hedged CHF)            | CHF                       | 140.6      | -0.6%   | -1.3%                         | -15.0% | -3.5%  | +6.3%  |
| Eurozone Sov (Hedged CHF)           | CHF                       | 175.5      | -0.3%   | +1.3%                         | -18.9% | -3.7%  | +4.6%  |
| <b>Obligations d'entreprise</b>     |                           |            |         |                               |        |        |        |
| CHF IG Corp (AAA-BBB)               | CHF                       | 176.2      | +0.5%   | +2.5%                         | -7.5%  | -0.5%  | +0.5%  |
| USD IG Corp (Hedged CHF)            | CHF                       | 183.8      | +0.1%   | +0.9%                         | -18.5% | -2.3%  | +8.0%  |
| USD HY Corp (Hedged CHF)            | CHF                       | 563.3      | +1.1%   | +4.2%                         | -13.7% | +4.1%  | +5.1%  |
| EUR IG Corp (Hedged CHF)            | CHF                       | 158.8      | +0.9%   | +2.1%                         | -14.1% | -1.2%  | +2.4%  |
| EUR HY Corp (Hedged CHF)            | CHF                       | 273.2      | +1.0%   | +4.5%                         | -10.9% | +3.2%  | +2.1%  |
| <b>Placements alternatifs</b>       |                           |            |         |                               |        |        |        |
| Or Spot CHF/kg                      | CHF                       | 55'084.7   | -0.3%   | -0.5%                         | +1.0%  | -0.6%  | +14.6% |
| Commodity Index                     | USD                       | 107.3      | +2.8%   | -10.3%                        | +15.1% | +30.8% | -11.6% |
| SXI SwissRealEstateFunds TR         | CHF                       | 2'222.0    | -1.1%   | +0.1%                         | -17.3% | +7.6%  | +13.0% |
| <b>Devises</b>                      |                           |            |         |                               |        |        |        |
| Dollar / franc suisse               | CHF                       | 0.8719     | -2.6%   | -5.7%                         | +1.3%  | +3.1%  | -8.4%  |
| Euro / franc suisse                 | CHF                       | 0.9588     | -1.9%   | -3.1%                         | -4.6%  | -4.0%  | -0.4%  |
| 100 yen japonais / franc suisse     | CHF                       | 0.6124     | -1.3%   | -13.2%                        | -11.0% | -7.5%  | -3.8%  |
| Livre sterling (GBP) / franc suisse | CHF                       | 1.1191     | -1.6%   | +0.0%                         | -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 31/07/2023 ; données économiques au 31/07/2023 ; pronostics économiques au 31/07/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.