



Lac d'Aegeri dans le canton de Zoug (photo: Andreas Busslinger)

## Humeur automnale

Telle la météo de l'automne 2023, l'évolution conjoncturelle se pare ces jours-ci de ses atours colorés. Le soleil ne brille plus aussi haut dans le ciel, les journées raccourcissent et deviennent plus fraîches. Certaines économies nationales affichent également, des couleurs conjoncturelles vives sur un fond de dynamique en plein ralentissement, faisant ainsi briller de mille feux les couleurs de la forêt automnale sous l'angle de la politique monétaire. La période de canicule sur les marchés du travail nord-américain et européen a pris fin. Les données les plus récentes sur le marché du travail reflètent une évolution raisonnable des salaires qui, si elle s'accompagne d'améliorations correspondantes de la productivité, correspond déjà aux objectifs d'inflation sur le long terme, tout en maintenant le pouvoir d'achat des ménages privés grâce à la tendance baissière de l'inflation.

## Légères pertes en août

En août, les hausses des taux directeurs et les attentes de nouvelles hausses ont mis les marchés des capitaux sous pression. Ce n'est que vers la fin du mois que des données conjoncturelles adoucies ont nourri l'espoir de voir la fin du cycle d'augmentation, du moins sur le marché phare de la politique monétaire, les États-Unis. Néanmoins, les actions, les obligations et l'immobilier ont souffert de la hausse des taux d'intérêt. Le marché suisse des actions (-1.6 % en août) était encore l'un des meilleurs indices au monde. Les performances du DAX allemand (-3.0%), du FTSE 100 britannique (-2.6 %), du S&P 500 américain (-1.6 %) et de l'indice des marchés émergents (-6.1 %) se sont avérées plus mauvaises. La baisse a également touché l'indice immobilier suisse SWIIT (-2.6 %) et les bons du Trésor américain (-1.6 %).

Par conséquent, les portefeuilles ayant une part d'actions plus élevée

Comme prévu, la consommation devrait se cristalliser comme le principal soutien conjoncturel au cours du second semestre. Un hiver difficile ne se dessine pas à l'horizon. Les entreprises qui se sont bien positionnées sur le plan stratégique et qui ont fait leurs devoirs d'un point de vue opérationnel affichent des bilans solides nonobstant les hausses des taux d'intérêt, ce qui leur permet de profiter de toute la splendeur colorée de l'automne.

L'ennemi des valeurs réelles comme les actions et l'immobilier est le taux d'intérêt. L'on assiste à une amélioration des perspectives dans ce domaine, car le cycle de hausse des taux directeurs devrait pratiquement toucher à sa fin en septembre. A cela s'ajoute le fait que l'évolution des taux d'intérêt a rendu les obligations plus attrayantes qu'elles ne l'avaient été depuis 15 ans.

ont subi des pertes de valeur plus importantes que ceux ayant une part d'actions plus faible. Une part élevée d'obligations n'a entraîné qu'une correction minimale en août. Dans la classe de risque 1, avec une part d'actions de 20 % au maximum (p. ex. Revo1 -0.5 %, Libre-passage FZ R1 -0.1 %), les fluctuations ont été nettement plus faibles par exemple que dans la classe de risque 3 (p. ex. Revo3 -1.4 %, Libre-passage FZ R3 -0.6 %). Les stratégies ayant des parts d'actions plus élevées ou des mandats axés sur les dividendes ont connu un recul d'environ -2 % en août, mais restent en tête sur l'ensemble de l'année.

Sur le plan des taux de change, le mois d'août s'est caractérisé par un dollar légèrement plus fort. Dernièrement, il s'est échangé contre le franc à 0.88 le 31 août (+1.3 % en un mois, -4.4 % depuis le début de l'année). Quant à l'euro, il est resté stable par rapport au franc en août.

## Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Août 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz R1	-0.6% ↓	+3.0% ↑
Zugerberg Finanz R2	-1.1% ↓	+5.3% ↑
Zugerberg Finanz R3	-1.3% ↓	+6.5% ↑
Zugerberg Finanz R4	-1.4% ↓	+8.0% ↑
Zugerberg Finanz R5	-1.2% ↓	+6.7% ↑
Zugerberg Finanz RDividendes	-1.8% ↓	+9.0% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.5% ↓	+3.7% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-1.0% ↓	+6.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-1.4% ↓	+7.4% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-1.4% ↓	+8.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-1.7% ↓	+9.8% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-2.3% ↓	+10.2% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-3.4% ↓	-2.8% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-4.9% ↓	-4.7% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-6.3% ↓	-6.2% ↓

## Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Août 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.2% ↑	+1.6% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-0.1% ↓	+2.8% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-0.2% ↓	+4.4% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-0.6% ↓	+5.0% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-1.3% ↓	+5.6% ↑

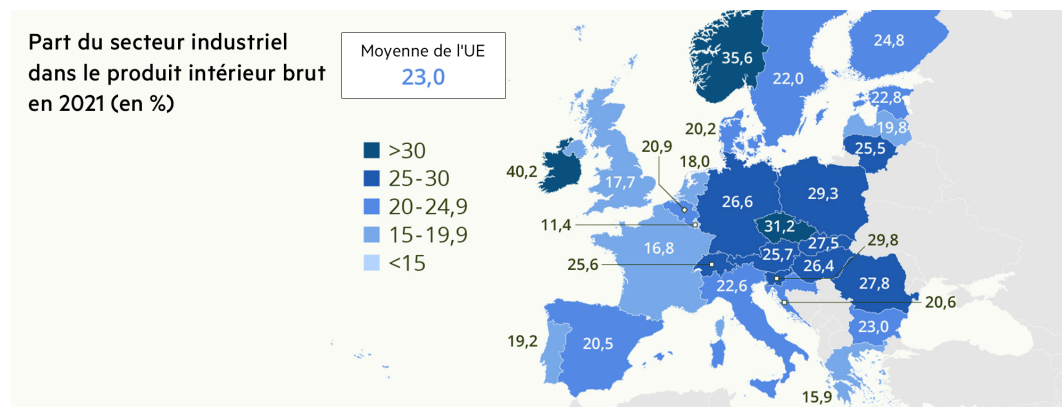
## Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Août 2023	YTD 2023
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.5% ↓	+3.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-1.0% ↓	+6.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-1.4% ↓	+7.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.4% ↓	+8.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-1.7% ↓	+9.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-2.3% ↓	+10.2% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-3.4% ↓	-2.8% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-4.9% ↓	-4.7% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-6.3% ↓	-6.2% ↓

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

Macroéconomie

## Les économies européennes sous pression



Part du secteur industriel dans le produit intérieur brut en 2021, en % (source : Banque mondiale | Graphique : Zugerberg Finanz)

Le développement économique européen, avec ses 500 millions d'habitants, n'est pas en mesure de suivre la dynamique structurelle des économies asiatiques en pleine croissance, dont la population atteint les quelque 5 milliards d'habitants. Toutefois, l'Europe moderne, rendue plus homogène par des crises comme le Covid-19 et la guerre en Ukraine, travaille de toute façon mieux sous pression. Ce ne sont pas les différents pays, mais l'Union européenne qui pose les jalons de l'avenir.

L'Europe n'est actuellement pas en mesure de suivre la croissance réelle de l'Asie ou de l'Amérique. Elle a toutefois entrepris des démarches essentielles pour ramener la création de valeur sur le vieux continent, dans une économie mondiale marquée par une tendance à la régionalisation. L'Europe profite du reshoring industriel après les problèmes post pandémiques sur les chaînes d'approvisionnement. Cela inclut le grand programme de financement de l'innovation par le Fonds européen d'investissement, l'implantation d'une industrie compétitive des semi-conducteurs, la concentration sur les énergies renouvelables et la poursuite des efforts d'harmonisation dans le but de supprimer les obstacles au commerce transfrontalier au sein de l'Europe.

Cette perspective économique peut et doit être ramenée à l'évolution spécifique du secteur. C'est sur ce plan que se manifeste la compétitivité européenne, qui a souffert sur son flanc industriel. Les marchés les plus compétitifs font office de signal d'alarme. Si jusqu'à présent, les États-Unis se sont souvent révélés comme le plus grand marché homogène, il est désormais souvent remplacé par la Chine, qui abrite par exemple le plus grand marché automobile au monde. Entretemps,

ce sont les entreprises chinoises qui dominent le marché, fortement marqué par les voitures à batterie électriques et les hybrides rechargeables. Le groupe allemand VW, longtemps leader en Chine, a même été dépassé depuis par Tesla. C'est toutefois le groupe chinois BYD, dont le fondateur Wang Chuanfu s'est inspiré il y a 30 ans du groupe allemand BMW, qui domine. A l'heure actuelle, les marques allemandes ne jouent plus qu'un rôle marginal pour les acheteurs chinois.

BYD est l'abréviation du slogan du groupe : «Build Your Dreams». Au nord de Hong Kong, à Shenzhen, où la plupart des groupes technologiques chinois se sont installés, BYD est devenu en moins de trois décennies un groupe de 630'000 employés qui, outre la production de voitures, compte parmi les leaders de la fabrication de batteries et est même devenu l'un des fournisseurs des iPads d'Apple.




La Chine a récemment défrayé la chronique : hausse du chômage des jeunes, entreprises immobilières en difficulté, gouvernements locaux surendettés. Les consommateurs font preuve de retenue. Pourtant, l'économie chinoise devrait connaître une croissance de plus de 4 % cette année. En revanche, les exportateurs européens montrent des signes de faiblesse : il leur appartient de mieux se diversifier, par exemple en évitant de passer à côté de l'essor structurel de l'Inde.

L'euro est une monnaie importante, mais il y a lieu de rester réalistes : c'est la monnaie centrale pour l'Europe, et au cours des deux dernières décennies, elle est restée aussi (in)stable que le dollar. L'euro n'atteindra toutefois jamais l'importance du dollar. Celui-ci reste la monnaie d'ancrage de l'économie mondiale, même si les pays émergents se font des idées en voulant promouvoir la «dédollarisation».

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗→	↗	La croissance économique de la Suisse ralentit actuellement quelque peu, mais le secteur des services devrait contribuer à la croissance de manière supérieure à la moyenne.
Zone euro, Europe	↗→	↗	Les dernières estimations de la BCE ne pointent pas une récession, toutefois une période de stagflation de deux trimestres est devenue plus probable.
Etats-Unis	↗→	↗	Pour la première fois depuis que la Fed a commencé avec ses hausses des taux directeurs il y a 18 mois, le marché du travail montre des signes de modération. Ainsi, le pic cyclique des taux d'intérêt est atteint.
Reste du monde	↗	↗	Les pays émergents se trouvent dans une situation confortable. Cela se manifestera également lors du prochain sommet du G20, dont le dynamisme ne se dément pas.

Liquidités, devises

## La tendance de l'inflation reste baissière

	Mesure pour les loyers	Part du loyer dans le panier de produits	Mesure pour les propriétaires	Part de logement en propriété dans le panier de produits	Coûts totaux sans les charges	Coûts totaux avec charges
 États-Unis	Sondage	7.6%	Coûts de location pour un logement comparable	25.5%	34.7%	34.7%
 Suisse	Sondage	14.9%	Coûts de location pour un logement comparable	3.7%	22.0%	25.3%
 Zone euro	Registres publics	5.0%	non compris dans le calcul	0.0%	8.0%	15.1%

L'inflation des coûts du logement diverge fortement en fonction de la part du logement dans le panier de produits (source : GoldmanSachs | Graphique : Zugerberg Finanz)

Il ne fait aucun doute que la tendance de l'inflation restera à la baisse à l'automne 2023. Toutefois, la partie la plus raide de la baisse est déjà derrière nous. Il y a un an, l'inflation aux États-Unis s'élevait encore à 9 %, elle est maintenant de 3 %. Si l'on y calculait et pondérait les coûts du logement comme en Europe, l'inflation américaine serait déjà inférieure à l'objectif de 2 %. En Suisse, seule la Banque nationale suisse (BNS) serait en mesure d'alimenter l'inflation ces 12 prochains mois.

La BNS a fortement sous-estimé la hausse de l'inflation en 2022. En janvier 2023, l'inflation était de +3.3 % par rapport au même mois de l'année précédente. Pourtant, l'on ne s'attendait pas à une baisse aussi impressionnante. Le taux d'inflation a été divisé par plus de deux en très peu de temps. En août 2023, l'inflation en Suisse était de +1.6 % par rapport au même mois de l'année précédente. L'inflation sous-jacente a même baissé à +1.5 %. C'est ce qui ressort des derniers chiffres de l'Office fédéral de la statistique (OFS).

S'agissant des tendances inflationnistes, nous avons toujours été un plus optimistes que la BNS. Cela s'explique principalement par le fait que nous avons évalué différemment l'évolution des prix des loyers. L'OFS intègre les résultats de son indice des loyers dans le taux d'inflation sur une base trimestrielle, en février, mai, août et novembre. Ce faisant, les effets des hausses du taux directeur de la BNS, qui ont un impact important sur le taux d'intérêt de référence pour les loyers, sont intégrés à l'indice avec du retard. Nous attendons la prochaine poussée à partir de novembre 2023, et elle pourrait être encore plus forte si la BNS devait à nouveau serrer la bride lors de son examen de la situation

monétaire du 21 septembre.

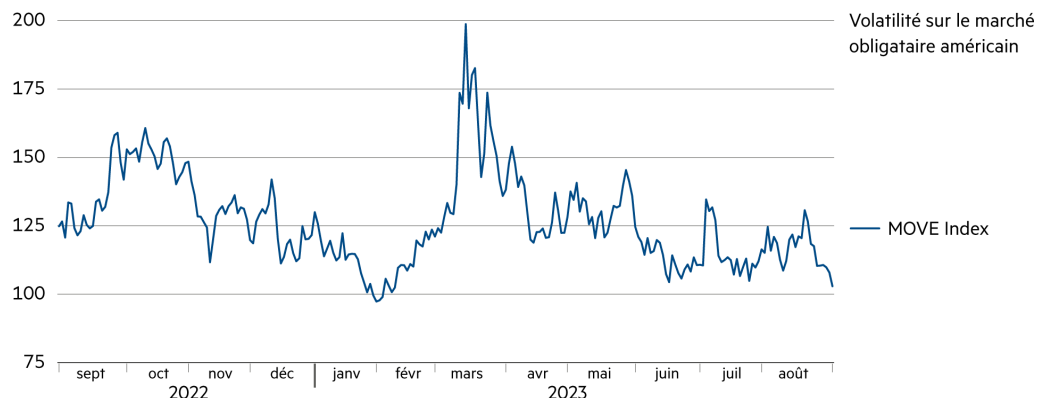
L'on s'attend à des hausses modérées des loyers en raison de l'augmentation du taux d'intérêt de référence hypothécaire pour les contrats de bail en juin 2023. Il sera possible d'évaluer, à partir des trimestres suivant novembre 2023, quelles seront l'ampleur et la rapidité de l'impact des adaptations des loyers existants sur les résultats de l'indice des loyers. En août 2023, ces effets ne sont pas encore visibles. Outre les adaptations dues à la hausse du taux d'intérêt de référence (1.5 %), qui pourrait même être accélérée par la décision de la BNS en septembre, de nombreux autres facteurs influencent l'évolution des loyers enregistrée par l'indice des loyers (par exemple les nouvelles constructions, les rénovations ou les changements de locataires).

Le point intéressant est que nous procédons à des comparaisons transfrontalières des valeurs d'inflation, mais que nous négligeons le fait que les valeurs correspondantes sont mesurées de manière très différente. En considérant l'inflation américaine comme un indicateur de tendance, il est important de savoir que le «logement» est pondéré à environ 35 % dans le calcul de l'inflation et que ce facteur est techniquement lié au taux directeur de la Fed. Si la Fed n'augmente plus ses taux directeurs pendant un an, l'inflation ne sera plus prise en compte dans ce domaine. Si l'on calculait et pondérait aujourd'hui les coûts du logement comme dans la zone euro, l'inflation serait dans l'intervalle déjà inférieure à l'objectif visé par la Fed – ce qui s'accompagnerait de baisses plus rapides des taux directeurs, de marchés immobiliers plus stables, de banques régionales plus solides, de perspectives économiques plus stables et de hausses des cours des actions.

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, les obligations de caisse qui ne soutiennent pas le pouvoir d'achat ou les placements en titres solides.
Euro / Franc suisse	→	→	A 0.96, l'euro reste stable au mois d'août. Sur le plan technique, les perspectives de l'euro se sont toutefois détériorées.
Dollar américain / Franc suisse	→↘	↘	La pression à la dévaluation reste intacte en raison des immenses déficits jumeaux (balance des finances publiques, balance commerciale) et de l'inflation plus élevée.
Euro / Dollar américain	↗→	↗	En août (-1.4 %), l'euro a perdu quasiment toute son avance de 2023 et a terminé le mois à seulement 0.9 % au-dessus du début de l'année.

Obligations

## Un rendement intéressant avec les obligations



L'indice MOVE de la volatilité du marché obligataire américain sur les 12 derniers mois (source : ICE Bank of America MOVE Index | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Certains segments du marché obligataire sont de grande envergure et liquides, alors que d'autres sont petits et plutôt illiquides, mais néanmoins – ou justement pour cette raison – attrayants. Quoiqu'il en soit, nous combinons différents segments dans nos solutions obligataires. Le marché offre également différentes sources potentielles de rendement. Nous considérons que la diversification et une sélection disciplinée sont très importantes.**

Sur les marchés obligataires, la volatilité a reculé depuis que le cycle de hausse des taux directeurs s'est approché de son terme. En Suisse, l'inflation est de 1.6 % et l'inflation sous-jacente (1.5 %) reste sur une trajectoire descendante. La seule institution susceptible d'alimenter directement l'inflation est la Banque nationale suisse (BNS) – si elle relève son taux directeur de 25 points de base supplémentaires le 21 septembre pour le porter à 2.0 %. Toutefois, une telle hausse n'est nullement nécessaire, raison pour laquelle la probabilité qu'elle se produise n'est actuellement que de 28 %.

Aux États-Unis, le niveau le plus élevé du cycle est atteint. Les attentes implicites du marché ne tablent plus sur de nouvelles hausses de taux. Au contraire, cinq baisses de taux d'intérêt de 0.25 % chacune sont prévues jusqu'en janvier 2025 et huit jusqu'à fin 2025. Le Comité fédéral de politique monétaire de la Fed a lui-même décidé que le taux directeur se situerait à long terme entre 3 % et 3.5 %. Partant, il existe une marge de baisse de 2.0 % pour les huit prochains trimestres.

Les bons du Trésor américain, le plus important segment obligataire du monde avec ses près de 32'000 milliards de dollars, sont ainsi très intéressants. Les obligations les plus longues sont particulièrement appréciées car elles permettent de réaliser, outre le paiement des intérêts, des

gains de cours potentiels. Cela vaut également pour les obligations d'entreprises à plus long terme avec une solvabilité élevée. Toutefois, celles-ci ne sont pas si nombreuses sur le marché des «High Grade Corporate Bond», qui pèse 11'000 milliards de dollars. Si les entreprises bénéficiant d'une notation de premier ordre comme Microsoft (AAA) sont certes rares, elles génèrent toutefois un rendement plus élevé que les Treasuries américains, dont la notation AA+ est légèrement inférieure.

Étant donné que les États européens sont beaucoup moins endettés que les États-Unis, le marché des obligations d'État ne représente «que» 12'000 milliards d'euros. De même, le marché des quelque 3'500 obligations d'entreprises High Grade ne représente, avec 2'400 milliards d'euros, qu'une fraction du marché analogue en dollars. Ce volume ne correspond même pas à la capitalisation boursière d'Apple et explique aussi la liquidité relativement faible de certaines obligations en comparaison avec le négoce d'une action Apple.

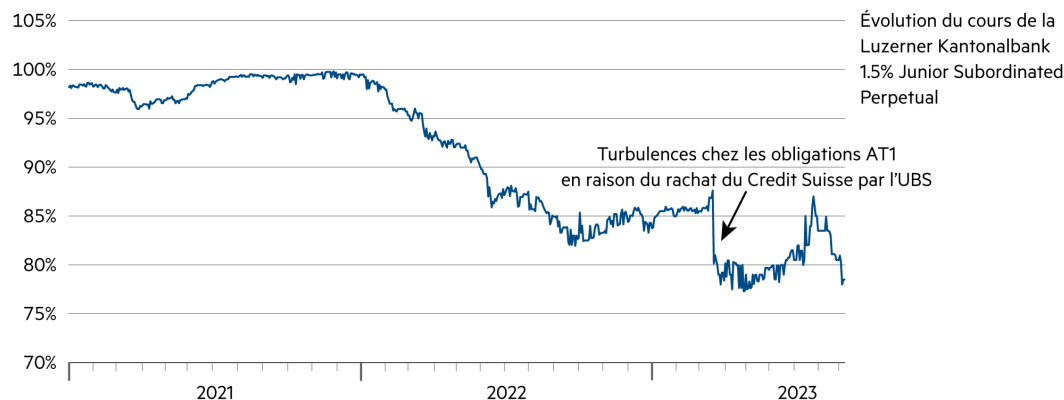
C'est d'autant plus vrai sur les secteurs encore plus petits des obligations High Yield en dollars et en euros. Il s'agit comparativement de marchés de niche avec des obligations semi-liquides extrêmement attrayantes de nombreuses entreprises bien connues de tous les foyers (p. ex. Elektrolux, Marks & Spencer, Hurtigruten). Dans ce segment, les risques de taux d'intérêt ne jouent qu'un rôle secondaire. Les risques de crédit sont importants et doivent être diversifiés de manière sélective et disciplinée. C'est le cas par exemple pour les obligations d'entreprises scandinaves, qui sont plus souvent à taux variable que la moyenne, ce qui a représenté un avantage pendant la phase de hausse des taux.

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 1.03 % (2 ans) à court terme et 0.90 % (10 ans) et 0.85 % (30 ans) à long terme.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Au bout du compte, c'est toujours la qualité du crédit qui compte, et non la notation. C'est également la raison pour laquelle de nombreuses entreprises renoncent aux onéreux rapports et processus de notation.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Structurellement, le marché de niche attractif des obligations hybrides est sous pression constante depuis mars 2023. Cela nécessite une certaine patience de la part des investisseurs.



Zugerberg Finanz solutions d'obligations

## Des écarts de rendement intéressants pour les obligations



Évolution du cours de la Luzerner Kantonalbank 1.5 % Junior Subordinated Perpetual (Source : Bloomberg Finance, 01/2021–08/2023 | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Avec environ 40 transactions dans le Zugerberg Income Fonds (ZIF) et 30 transactions dans le Credit Opportunities Fund (COF) au cours du seul mois d'août, des changements qui devraient porter leurs fruits dans les années à venir ont eu lieu dans les fonds respectifs. En septembre également, nous profiterons de la fenêtre d'émission grande ouverte pour lever des emprunts attrayants.**

Le ZIF et le COF se distinguent encore plus qu'auparavant l'un de l'autre et les chevauchements sont minimes. Nous sommes d'avis que les obligations d'entreprises ayant une qualité de crédit et une durée élevées sont attrayantes, en particulier en dollars. Tout de même, les rendements américains des obligations d'entreprises ont atteint un sommet sur 16 ans. Dernièrement, les données indiquant un ralentissement de l'économie sont venues renforcer l'idée selon laquelle la hausse des taux d'intérêt et des rendements (et donc la baisse des cours) était terminée. Le rendement réel (rendement nominal moins le taux d'inflation prévu) n'a jamais été aussi élevé depuis des décennies.

C'est pourquoi, une obligation de Microsoft a par exemple été intégrée au ZIF, avec un rendement de 4.8 % par an pour les 27 prochaines années. Même après les coûts inhérents à la couverture de change, cela reste tout simplement attractif. Des transactions similaires dans les meilleures catégories de débiteurs ont eu lieu dans le ZIF avec Deutsche Bahn (Etat allemand en tant que garant) et des entreprises à cash-flow important comme Nvidia, Starbucks, McDonald's et Zürcher Kantonalbank. La durée résiduelle affiche une tendance en hausse et la solvabilité est en amélioration.

Pour le COF, l'attention se porte sur les primes de risque de crédit. La durée résiduelle typique d'une obligation dans le COF est de trois à quatre ans. Toutefois, les risques de taux d'intérêt sont nettement plus faibles, car le portefeuille comprend une série d'obligations d'entreprises dont le coupon s'adapte trimestriellement au taux d'intérêt du marché monétaire. Il s'agit de ce qu'on appelle des «floaters». En outre, une série de très bons débiteurs sont représentés dans le COF, mais chacun avec des obligations subordonnées. La plupart disposent encore d'une notation High Grade. Par exemple, les obligations d'UBS, de Swiss Re, de Zurich Insurance, d'Allianz, de Julius Baer, de Volkswagen et de Telefonica font partie des positions que nous considérons comme des opportunités et qui ont donc été intégrées au fonds ou augmentées en août.

Il existe une prime de complexité spéciale pour les investisseurs en obligations subordonnées d'établissements financiers. Ces marchés sont inefficaces et ne réagissent guère aux changements fondamentaux. Comme le montre le graphique ci-dessus avec l'exemple d'une obligation subordonnée de la Luzerner Kantonalbank avec notation BBB-, les hausses de taux ont entraîné une baisse des cours. A cela s'est ajouté le choc, en mars 2023, du traitement réservé aux emprunts subordonnés lors de la chute du Credit Suisse. A l'heure actuelle, l'emprunt ne s'en est toujours pas remis, malgré le fait que la Luzerner Kantonalbank ait procédé à une augmentation de capital d'environ 500 millions de francs au premier semestre 2023, et ait ainsi renforcé de manière substantielle sa situation en matière de fonds propres.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2023 (depuis le début de l'année)	+2.5 %	+0.6 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-11.5 % (-2.3 %)	+20.6 % (+1.7 %)
Quantité de mois de performance positive :	53 %	66 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	236 PB (-8 PB)	654 PB (-57 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

## Importance de l'immobilier et des infrastructures



Les infrastructures de transport sont fondamentales pour la prospérité de l'économie (photo : Maurice Pedernana)

**L'immobilier et les infrastructures sont essentiels à une économie prospère. Actuellement, si les cash-flows dans ces deux domaines sont en hausse, les valorisations sont pourtant en baisse. Le segment des immeubles de rendement est particulièrement touché par le phénomène, car un taux d'actualisation nettement plus élevé fait pression sur les évaluations en valeur actuelle.**

Lorsqu'une économie nationale prospère se développe, les besoins en espace augmentent également. Les principaux moteurs de la demande en logements sont par exemple le revenu des ménages et la démographie, et la Suisse se distingue tout particulièrement sur le plan de l'immigration. Dans toute la Suisse, il manque actuellement environ 10'000 logements supplémentaires pour assurer des loyers réels constants. La complexité accrue des permis de construire, les recours sans fin et divers obstacles juridiques freinent la réalisation rapide des projets de construction, en particulier dans les grandes villes. «Les retards augmentent» constataient récemment les chercheurs Marco Salvi et Patrick Schnell.

Toutefois, les investissements dans la construction ont baissé de 10 % en termes réels au cours des deux dernières années également en raison d'une combinaison défavorable de différents facteurs. En maints endroits, on prédisait un ralentissement sensible de la conjoncture, et l'indice des prix de la construction a connu une forte hausse après la pandémie. Selon l'Office fédéral de la statistique, les personnes qui construisent actuellement une maison individuelle ou un immeuble collectif dans l'agglomération zurichoise doivent s'attendre au printemps 2023 à des coûts supérieurs de 14.8 %, respectivement 15.2 % à ceux d'octobre 2020. Dans le nord-est de la Suisse, l'augmentation était même plus élevée, et un peu plus faible sur le Plateau.

Mais même si un jour les prix de la construction cessaient d'augmenter aussi rapidement, les investisseurs immobiliers se trouveraient entre-temps confrontés à un défi supplémentaire. Le coût du crédit, qui s'élevait à environ 1 % en octobre 2020, est désormais de 2.5 % par an, ce qui signifie que ceux qui construisent doivent aujourd'hui s'attendre à des coûts de financement nettement plus élevés.

Alors que les nouveaux loyers ont augmenté ces dernières années, l'adaptation des loyers existants est liée à l'inflation et aux taux d'intérêt, ce qui a engendré une différence entre les nouveaux loyers et les loyers existants. En particulier dans les grandes villes, les loyers existants sont souvent bon marché. Les ménages «mobiles», à savoir les jeunes, les divorcés et les immigrés, qui sont surreprésentés parmi les nouveaux locataires, en souffrent particulièrement. Il est vrai que le vieillissement, qui rend les logements moins chers au cours de leur cycle de vie, augmente le pool de logements à loyer modéré de 13'400 logements par an, mais la demande est bien plus importante.

L'activité de construction est trop faible. Cela est également dû à l'octroi restrictif de crédits hypothécaires. Les exigences en matière de capacité financière ont été nettement durcies il y a dix ans environ dans le sillage d'une surveillance du marché macro et microprudentielle, entraînant ainsi une baisse du taux de logements en propriété en Suisse.

L'utilisation de l'infrastructure est plus équitable, car il n'y a pas de discrimination systématique dans ce domaine. En Suisse, les infrastructures publiques (infrastructures aériennes et ferroviaires, écoles, parkings, routes et entreprises de transport locales, etc.) jouissent d'une excellente réputation, en particulier grâce à l'Office fédéral des transports qui planifie 20 à 30 ans à l'avance (perspective «RAIL 2050»).

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	↗	Les hypothèques SARON sont devenues moins chères. En octobre 2022, le taux d'intérêt était encore de 2.8 %. Entretemps, il est tombé en moyenne en dessous de 2.5 %.
Surfaces de vente et de bureaux CH	↘	→	En Suisse, l'application de taux d'actualisation plus élevés (3.9 %) entraîne une évaluation plus faible des portefeuilles immobiliers commerciaux.
Fonds immobiliers CH	→	↗	L'évolution (SWIIT -2.8 % depuis le début de l'année) montre que les ajustements d'évaluation à la baisse ne sont toujours pas terminés.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	La forte performance des infrastructures s'est poursuivie également en août. Les rendements globaux de Flughafen Zürich(+30 %) et de BKW (+23 %) par exemple, dépassent nettement ceux du SMI.

Actions

## La sélection fait ses preuves

Dans l'ensemble, le mois d'août a été un mois difficile pour les investisseurs en actions. Toutefois, notre sélection a fait ses preuves, notamment grâce aux valeurs-clés étrangères, qui viennent compléter et enrichir précieusement les portefeuilles principalement composés de valeurs suisses.

Les rapports semestriels et les journées des investisseurs nous ont souvent confirmé la tendance selon laquelle nos valeurs sélectionnées avec discipline sont actuellement en pleine santé et sont parvenues à réaliser des rendements globaux parfois élevés jusqu'ici cette année. A cela s'ajoute le fait que les lignes de soutien techniques les plus importantes se sont montrées efficaces lors des phases d'humeur critique de ces dernières semaines. Grâce aux leaders du marché international ci-dessous, nos portefeuilles ont évolué de manière robuste jusqu'à ici cette année :

**Google (+55 %)** : le groupe réalise un free cash flow plus de deux fois supérieur à celui d'Amazon ou de Meta (Facebook) et affiche des perspectives remarquables.

**Apple (+45 %)** : avec ses 167 milliards de dollars de liquidités, l'entreprise la plus valorisée au monde dispose d'une excellente trésorerie et d'une grande marge de manœuvre pour acquérir de jeunes entreprises attrayantes et les intégrer à sa communauté. De plus, Apple génère environ 124 milliards de dollars de bénéfice brut par an à partir de ses activités opérationnelles, soit plus de 300 millions de dollars par jour. Grâce à des programmes de rachat d'actions, Apple a distribué 788 milliards de dollars à ses actionnaires au cours des dix dernières années. La capitalisation boursière d'Apple est deux fois plus élevée que celle de l'ensemble du SMI.

**Microsoft (+38 %)** : derrière Apple et devant Google, la génération d'EBITDA de Microsoft est d'environ 100 milliards de dollars par an et son chiffre d'affaires annuel est actuellement de 212 milliards de dollars. Entre Microsoft, Google et Apple, il existe une sorte de compétition pour savoir qui sera le GOAT («Greatest of all time»). En tous les cas, ces trois sociétés disposent d'une notation AAA, c'est-à-dire que leur solvabilité est évaluée comme supérieure à celle des États-Unis.

**KKR (+37 %)** : le spécialiste leader des placements alternatifs profite de l'amélioration des conditions économiques dans le monde entier et de l'éloignement de la perspective d'une récession mondiale.

Plusieurs titres européens ont également réalisé une performance impressionnante.

**Saint Gobain (+37 %)** : le concurrent de Sika (+14 %) évolue excellentement bien, notamment grâce à sa spécialisation dans les domaines de la rénovation et de la construction industrielle légère. Le 18 septembre, le titre sera intégré à l'indice Euro Stoxx 50, une distinction précieuse pour une entreprise à la valorisation modeste.

**SAP (+36 %)** : dans le secteur de l'IT, il existe différents positionnements : hard ou software, services informatiques, semi-conducteurs ou equipment business. SAP a occupé un segment lucratif du marché avec le thème des logiciels de gestion d'entreprise et reste le leader mondial incontesté dans ce domaine. A court terme, sa valorisation nous semble juste, à plus long terme et pour les investisseurs patients, nous la considérons comme attractive. Dans le domaine de l'intelligence artificielle, SAP compte parmi les leaders du marché. Le nouveau responsable mondial de SAP a développé et longtemps dirigé le secteur correspondant chez Microsoft.

**DHL Group (+28 %)** : le concurrent allemand de Kühne+Nagel (+30 %) connaît un développement impressionnant et a relevé sa guidance pour l'ensemble de l'année 2023. Son évaluation est toujours sensiblement plus avantageuse que celle de K+N et le rendement du dividende est nettement supérieur à 4 % avec des perspectives intéressantes.

**Axa (+13 %)** : avec son rendement global, le plus grand assureur au monde dépasse jusqu'à présent clairement son concurrent Zurich Insurance (-1 %). Le résultat du premier semestre (+4.1 milliards d'euros) a montré clairement que la guidance pour l'année en cours (+7.5 milliards d'euros) devrait être atteinte. Le ratio de solvabilité élevé (+20 % à 235 %) permet d'espérer, même sous l'empire de la nouvelle directive comptable IFRS 17, une hausse des bénéfices par un programme de rachat d'actions.

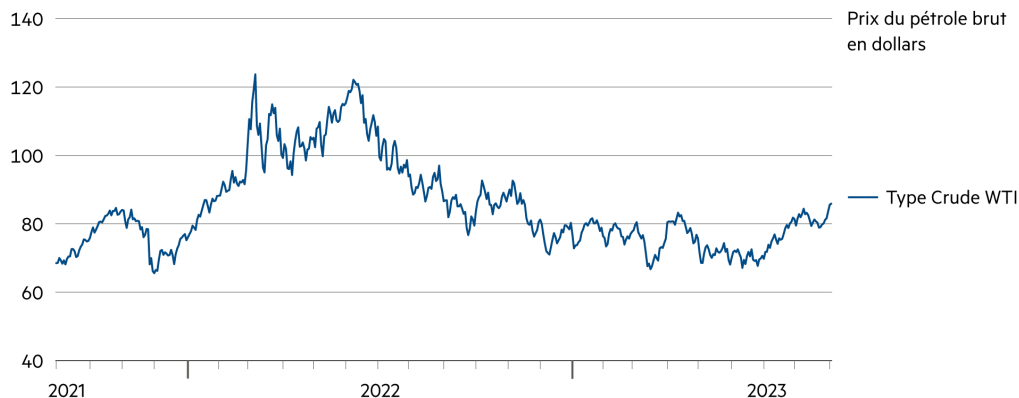
Jusqu'à présent, le cours des actions de ThermoFisherScientific (+1 %), fournisseur mondial d'équipements de laboratoire, a connu une baisse de forme, mais il a mieux évolué que Roche Diagnostika (Roche -7 %). En revanche, le panier d'actions indien (+8 %), qui a nettement mieux progressé que son indice de référence MSCI Emerging Markets (+5 %), a largement surperformé. Les perspectives de ce dernier restent intactes, car le sous-continent indien se trouve dans une excellente dynamique structurelle.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗→	↗	En août, le SMI a perdu 1.6 %. UBS s'est distinguée à la hausse (+22 %). Richemont (-10 %), Geberit et Sika (-7 % chacun) occupaient le bas de l'échelle.
Actions Zone euro / Europe	↗→	↗	En août, UBS a réalisé la meilleure performance à l'échelle européenne. Le fournisseur de services de paiement Adyen a vu son cours divisé par deux (-90 %).
Actions Etats-Unis	↗→	↗	Une bonne performance est attendue notamment au dernier trimestre. Il s'agit d'un schéma saisonnier bien établi depuis plus d'un siècle.
Actions Pays émergents	↗→	↗	L'indice large MSCI Emerging Markets a été fortement influencé par les actions chinoises jusqu'à présent et n'a pas réussi à convaincre pour l'instant.



Placements alternatifs

## Les prix du pétrole brut augmentent



Prix du pétrole brut du type «Crude WTI» en dollars américains au cours des 24 derniers mois (Source : Bloomberg Finance | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Signe de la reprise de l'économie mondiale, on a pu observer ces deux derniers mois que les cours du pétrole brut se rapprochaient à nouveau des 80 dollars le baril. Les perspectives pour les placements sur le marché privé se sont également améliorées depuis que la fenêtre pour les nouveaux venus en bourse est à nouveau ouverte. Par ailleurs, les emprunts subordonnés d'assurances s'établissent sur un créneau intéressant et rentable.**

Les placements alternatifs sont un champ d'investissement qui n'entrent pas dans les cadres traditionnels (actions, obligations, immobilier). Ces placements ne sont pas homogènes et ne présentent pas de modèles de risque/rendement uniformes.

Les matières premières en constituent une catégorie. La tendance est à une forte croissance économique mondiale qui contribue à une hausse des prix des matières premières. Toutefois, chaque marché a des courbes d'offre et de demande extrêmement différentes, ce qui permet des comportements cartellaires à certains endroits (p. ex. dans le domaine du pétrole brut en raison de pénuries d'offre). Grâce à des mesures de réduction appropriées, les prix du pétrole brut ont pu être augmentés de près de 4 % cette année. Sur d'autres marchés, la spéculation est beaucoup plus importante (par exemple pour le gaz liquide). De nombreux spéculateurs ont acheté du gaz pour le revendre à des prix plus élevés lors d'un hiver ou d'un printemps froid. Le coup s'est retour-

né contre eux. Désormais, les prix du gaz sont de 35 % à 60 % inférieurs à ceux du début de l'année.

Les obligations d'assurance subordonnées constituent une deuxième catégorie. Le secteur de l'assurance est bien capitalisé. En moyenne, le ratio de solvabilité est de 217 % – alors qu'il ne faudrait que 100 % pour survivre à un sinistre une fois tous les 200 ans. Chaque année, de nouveaux capitaux sont générés, augmentant ainsi la flexibilité financière de l'entreprise. Par exemple, Axa avait fait passer son ratio de solvabilité de 217 % à 241 % grâce à ses opérations en 2022, ce qui avait ensuite conduit à une généreuse distribution de dividendes. Même si un cas de stress se produisait, une compagnie d'assurance serait rapidement en mesure de mettre en œuvre des paquets de mesures éprouvées dans le cadre du renouvellement annuel de ses polices d'assurance (par exemple, souscription plus sélective, annulation des secteurs d'activité non rentables, etc.).

Les assureurs ne sont pas des banques et appliquent un modèle d'affaires plus conservateur. Il n'existe aucune preuve empirique d'une «ruée vers l'assurance». Une surveillance réglementaire intensive empêche toute aventure stratégique. Les primes sectorielles et structurelles, qui peuvent être générées sur plusieurs années, nous semblent d'autant plus attrayantes.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	→	↗	L'indice Bloomberg Commodity TR (en dollars) est inférieur de 3 % à son niveau du début de l'année, mais il s'est nettement redressé par rapport à son point le plus bas de fin mai.
Or / Métaux précieux	→	→	Fin août, le prix de l'or (1'714 CHF) n'a pas changé par rapport au mois précédent et est légèrement en hausse par rapport au début de l'année (+1.5 %).
Insurance-Linked Securities	↗	↗	Les obligations d'assurance subordonnées disposent de taux de défaillance annualisés historiquement bas (environ 0.3 %) et affichent ainsi toujours de bonnes perspectives.
Private Equity	→	↗	Pour les 12 prochains mois, nous tablons sur une reprise sensible des solutions de «listed private equity», qui se négocient actuellement avec une décote.

## Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance annuelle (en CHF)			
		31.08.2023	08/2023	2023 YTD	2022	2021	2020
<b>Actions</b>							
SMI	CHF	11'126.0	-1.6%	+3.7%	-16.7%	+20.3%	+0.8%
SPI	CHF	14'664.7	-1.8%	+6.8%	-16.5%	+23.4%	+3.8%
DAX	EUR	15'947.1	-3.0%	+11.0%	-16.3%	+10.4%	+3.5%
CAC 40	EUR	7'316.7	-2.4%	+9.5%	-13.9%	+23.6%	-7.4%
FTSE MIB	EUR	28'831.5	-2.8%	+17.9%	-17.3%	+17.3%	-5.4%
FTSE 100	GBP	7'439.1	-3.4%	+0.1%	-8.8%	+16.7%	-19.2%
EuroStoxx50	EUR	4'297.1	-3.9%	+9.8%	-16.0%	+16.0%	-5.4%
Dow Jones	USD	34'721.9	-0.9%	+0.3%	-7.7%	+22.2%	-1.8%
S&P 500	USD	4'507.7	-0.3%	+12.4%	-18.5%	+30.6%	+6.5%
Nasdaq Composite	USD	14'035.0	-0.7%	+28.4%	-32.3%	+25.0%	+31.6%
Nikkei 225	JPY	32'619.3	-2.5%	+7.8%	-19.7%	-2.6%	+11.6%
Sensex	INR	64'831.4	-1.6%	+2.1%	-4.8%	+23.2%	+3.4%
MSCI World	USD	2'986.0	-1.1%	+9.9%	-18.5%	+23.7%	+4.5%
MSCI EM	USD	980.3	-4.9%	-1.8%	-21.5%	-1.8%	+6.1%
<b>Obligations (divers)</b>		<b>31.08.2023</b>	<b>08/2023</b>	<b>2023 YTD</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.1	-0.4%	0.0%	-13.2%	-3.0%	+3.5%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	177.6	-0.8%	+0.4%	-16.7%	-2.0%	+6.4%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	323.6	-0.5%	+3.6%	-13.6%	+1.4%	+3.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	255.5	-1.5%	+0.6%	-18.2%	-2.7%	+4.3%
<b>Emprunts d'Etat</b>		<b>31.08.2023</b>	<b>08/2023</b>	<b>2023 YTD</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>
SBI Dom Gov	CHF	173.2	+0.8%	+8.5%	-17.0%	-4.2%	+2.1%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.4	-0.9%	-2.1%	-15.0%	-3.5%	+6.3%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	175.7	+0.1%	+1.4%	-18.9%	-3.7%	+4.6%
<b>Obligations d'entreprise</b>		<b>31.08.2023</b>	<b>08/2023</b>	<b>2023 YTD</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	177.1	+0.5%	+3.0%	-7.5%	-0.5%	+0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.6	-1.2%	-0.2%	-18.5%	-2.3%	+8.0%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	562.8	-0.1%	+4.1%	-13.7%	+4.1%	+5.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	158.7	0.0%	+2.1%	-14.1%	-1.2%	+2.4%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	273.6	+0.1%	+4.6%	-10.9%	+3.2%	+2.1%
<b>Placements alternatifs</b>		<b>31.08.2023</b>	<b>08/2023</b>	<b>2023 YTD</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>
Or Spot CHF/kg	CHF	55'103.8	+0.0%	-0.5%	+1.0%	-0.6%	+14.6%
Commodity Index	USD	106.0	+0.3%	-10.0%	+15.1%	+30.8%	-11.6%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'166.7	-2.5%	-2.4%	-17.3%	+7.6%	+13.0%
<b>Devises</b>		<b>31.08.2023</b>	<b>08/2023</b>	<b>2023 YTD</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>
Dollar / franc suisse	CHF	0.8834	+1.3%	-4.4%	+1.3%	+3.1%	-8.4%
Euro / franc suisse	CHF	0.9579	-0.1%	-3.2%	-4.6%	-4.0%	-0.4%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.6070	-0.9%	-13.9%	-11.0%	-7.5%	-3.8%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1195	+0.0%	+0.1%	-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 31/08/2023 ; données économiques au 31/08/2023 ; pronostics économiques au 31/08/2023. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.