



«Bruedermettli» sur le versant est du mont Zugerberg à Unterägeri (photo : Andreas Busslinger)

La poursuite de l'expansion économique a des effets secondaires

La croissance de l'économie mondiale n'a jamais été aussi forte depuis 50 ans. Toutefois, en raison des procédures juste-à-temps, très répandues dans l'industrie, les interruptions dans les chaînes d'approvisionnement ont pour effet de créer des à-coups au niveau de la production, de la livraison et de la logistique, ainsi que dans la distribution, à la manière d'un embouteillage. Le principal problème réside dans la capacité. Dans certaines régions, elle n'est pas exploitée car certains travailleurs dans les usines se sont infectés. Dans la production de semi-conducteurs, la forte reprise économique a fait augmenter la demande de puces électroniques plus que jamais: par conséquent, près de 200 milliards de dollars sont investis dans de nouvelles usines de production de semi-conducteurs afin de surmonter les difficultés.

Dans la logistique commerciale, les capacités sont mal réparties, c'est-à-

dire qu'il existe suffisamment de conteneurs, mais qu'ils ne se trouvent actuellement pas sur le site de production principal. Dans certains ports majeurs, il n'y a pas assez de main-d'œuvre pour décharger les navires. Ailleurs, les camionneurs ne sont pas capables de transporter les conteneurs jusqu'à leur lieu de destination.

Malgré tout, nous sommes sur le point de connaître une forte phase d'expansion économique comme jamais auparavant. Les impulsions de la politique monétaire et fiscale ont une ampleur énorme, et elles entraîneront un boom dans les deux années qui viennent. La dynamique macroéconomique afin de sortir de la crise de la Covid-19 continuera de marquer l'économie mondiale dans les trimestres à venir et apportera des avantages aux investisseurs en valeurs réelles.

Un mois d'octobre positif pour les placements en actifs réels

Au mois d'octobre, les marchés boursiers ont de nouveau progressé, et les marchés obligataires et immobiliers ont continué de baisser en raison des taux d'intérêt. L'indice boursier Swiss Market Index a progressé de 4,0 %, tandis que l'indice des obligations de la Confédération (SBIDGT) ainsi que le Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB) ont continué de chuter, atteignant leur niveau le plus bas fin octobre. En l'espace d'un mois, l'indice des fonds immobiliers suisses a régressé de 3,7 %. L'indice boursier mondial (MSCI ACWI) a progressé de 3,1 % en franc suisse. En revanche, le dollar (-1,7 %) et l'euro (-1,9 %) se sont dépréciés en octobre.

Les solutions de placement risquées ont largement profité de ces tendances sur le marché au mois d'octobre. Une situation qui se reflète clairement à travers la solution Revo5 (+2,7 %, après déduction de toutes les charges trimestrielles). Dans la classe de risque 3, marquée

par une part d'actions et d'investissements sur le marché privé nettement plus faible, la performance s'est élevée à +1,7 % (Revo3). Or, même dans la classe de risque 1, nous sommes parvenus à maintenir le rendement mensuel à +0,4 % (Revo1) en octobre, bien que la majeure partie des investissements prennent la forme d'obligations.

La part élevée d'avoirs de libre passage sur des comptes non rémunérés demeure surprenante. S'agissant de nos mandats de libre passage basés sur des titres, la performance s'élève depuis le début de l'année à +4,7 % dans la classe de risque 1 (+0,5 % en octobre), à +8,4 % dans la classe de risque 2 (+0,6 %) et à +9,8 % dans la classe de risque 3 (+1,0 %). Etant donné que nous tenons compte, dans ces solutions, de plusieurs véhicules de placement collectifs, dont la hausse de valeur est rapportée avec du retard, les rendements effectifs des solutions de libre passage ne s'exprimeront que dans les semaines qui viennent.

Stratégies sur la base des titres individuels	Octobre 2021	YTD 2021	Dep. le lancement* jusqu'au 31/12/2020	
			cumulatives	en moyenne
Zugerberg Finanz R1	+0.5% ↗	+4.7% ↗	+43.4% ↗	+3.1% ↗
Zugerberg Finanz R2	+1.0% ↗	+9.5% ↗	+83.8% ↗	+5.2% ↗
Zugerberg Finanz R3	+1.3% ↗	+11.4% ↗	+96.5% ↗	+5.8% ↗
Zugerberg Finanz R4	+1.5% ↗	+12.9% ↗	+69.1% ↗	+4.9% ↗
Zugerberg Finanz Z1	+0.9% ↗	+3.7% ↗	+46.1% ↗	+3.2% ↗
Zugerberg Finanz Z2	+1.8% ↗	+8.0% ↗	+70.5% ↗	+4.5% ↗
Zugerberg Finanz Z3	+1.9% ↗	+10.9% ↗	+89.9% ↗	+5.5% ↗
Zugerberg Finanz Revo1	+0.4% ↗	+3.2% ↗		
Zugerberg Finanz Revo2	+1.0% ↗	+6.5% ↗		
Zugerberg Finanz Revo3	+1.7% ↗	+8.1% ↗		
Zugerberg Finanz Revo4	+2.1% ↗	+9.8% ↗		
Zugerberg Finanz Revo5	+2.7% ↗	+11.1% ↗		
Stratégies basées sur des fonds	Octobre 2021	YTD 2021	Dep. le lancement* jusqu'au 31/12/2020	
			cumulatives	en moyenne
Zugerberg Finanz Fondspicking 30	+0.4% ↗	+5.3% ↗	+19.4% ↗	+1.5% ↗
Zugerberg Finanz Fondspicking 60	+0.9% ↗	+11.1% ↗	+37.1% ↗	+2.7% ↗
Zugerberg Finanz Fondspicking 100	+1.8% ↗	+16.7% ↗	+44.9% ↗	+3.1% ↗
Zugerberg Finanz Durabilité 20	+0.1% ↗	+3.3% ↗	+7.0% ↗	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz Durabilité 40	+0.9% ↗	+8.0% ↗	+10.5% ↗	+0.8% ↗
Zugerberg Finanz Durabilité 100	+1.8% ↗	+15.3% ↗	+15.7% ↗	+1.2% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage	Octobre 2021	YTD 2021	Dep. le lancement* jusqu'au 31/12/2020	
			cumulatives	en moyenne
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.2% ↗	+1.8% ↗	+14.0% ↗	+1.7% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.5% ↗	+4.7% ↗	+47.8% ↗	+3.3% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.6% ↗	+8.4% ↗	+74.6% ↗	+4.8% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+1.0% ↗	+9.8% ↗	+91.0% ↗	+5.5% ↗
Zugerberg Finanz 3a	Octobre 2021	YTD 2021	Dep. le lancement* jusqu'au 31/12/2020	
			cumulatives	en moyenne
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.4% ↗	+3.2% ↗		
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.0% ↗	+6.5% ↗		
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.7% ↗	+8.1% ↗		
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+2.1% ↗	+9.8% ↗		
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+2.7% ↗	+11.1% ↗		

* Valeurs au 01/01/2009, lorsque le Prof. Dr. Maurice Pedernana a pris la tête du comité des placements et a effectivement lancé la stratégie. Zugerberg Finanz R4 depuis le 01/01/2010, Zugerberg Finanz Libre passage R0.5 depuis le 01/01/2013, Zugerberg Finanz Revo1–Revo5 et Zugerberg Finanz 3a Revo1 – 3a Revo5 depuis le 01/01/2020.

Macroéconomie

Stimulation énorme de la demande pour l'économie mondiale



Les anticipations d'inflation aux Etats-Unis au cours dix dernières années (Source: USD Inflation Swap Forward Rate 5y5y | graphique: Zugerberg Finanz)

L'atteinte du plein emploi en 2022, tandis que la majeure partie de l'épargne accumulée durant la crise de la Covid-19 n'est pas encore dépensée, crée une situation sans pareille. L'économie mondiale est sur le point de connaître un bond de la demande jamais vu depuis 50 ans. Mais cela ne peut pas se faire sans anicroche, d'où la hausse légère temporaire de l'inflation.

La reprise après le creux provoqué par la pandémie continue d'aller de l'avant. Plus la confiance des consommateurs se condense, plus les plans d'investissement des entreprises augmentent. L'industrie automobile, la filière des semi-conducteurs et les secteurs de la communication et du divertissement ne veulent pas répéter les erreurs graves d'une demande sous-estimée collectivement. Ce trimestre, Apple ne pourra vendre que 10 millions de modèles de son iPhone 13 en moins en raison des pénuries d'approvisionnement. Dans la production automobile, près de 8 millions de véhicules ne peuvent pas être construits en raison du manque de pièces. Si l'on mettait les voitures en file indienne, on obtiendrait un bouchon sur trois voies allant de Lisbonne à Pékin.

En revanche, les entreprises productrices de sources d'énergie fossiles profitent de la diminution de leurs capacités et donc de la réduction artificielle de leur offre. A court terme, l'offre de pétrole et de gaz manque toujours d'élasticité, ce qui, en cas de forte hausse de la demande, entraîne une envolée rapide des prix, au profit des acteurs du marché réduisant leur offre (cf. dissertation de Daniel Schlothmann, 2016).

Par leur façon de dépenser l'épargne excédentaire accumulée depuis le début de la pandémie, les consommateurs déterminent en quelque

sorte l'évolution économique des années 2022/23. Les dimensions de la demande latente ainsi que les impulsions de la politique monétaire et fiscale ne se concrétiseront que dans les trimestres à venir. En effet, dans de nombreuses régions du monde, la pandémie n'est toujours pas vraiment maîtrisée, ce qui a eu jusque-là pour effet de retarder la reprise, voire de provoquer des rechutes par endroits.

Dans la plupart des pays, les estimations brutes de l'aide fiscale et monétaire non dépensée s'élèvent à plus de 5 % du PIB. Si l'on se base sur un coefficient multiplicateur fiscal conservateur de 0,6 %, cela correspond à une impulsion fiscale de près de 8 % pour le monde entier.

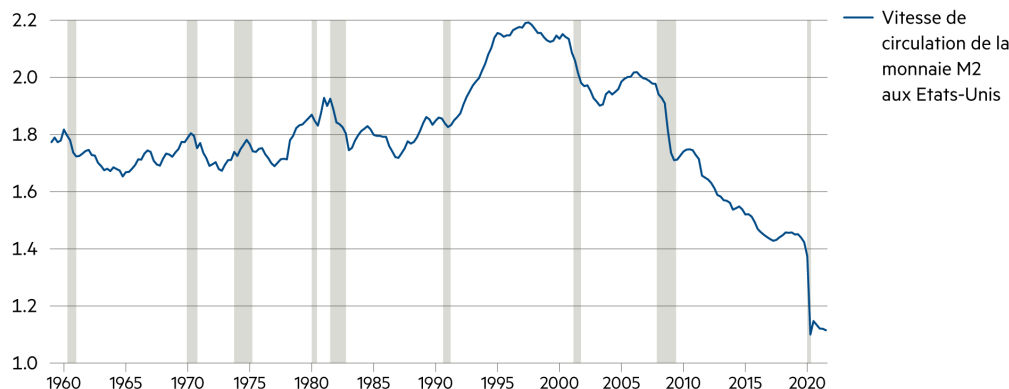
Sans compter les retards à rattraper par le secteur privé. Il existe un sentiment d'incertitude générale quant à l'ampleur de ces retards et quant à la rapidité avec laquelle ils pourront être rattrapés. Il est question de reports de dates, allant d'interventions médicales aux festivités privées, en passant par les projets de voyages à grande échelle et l'achat de véhicules, dont des voitures, des véhicules de voyage et des camping-cars.

Cet effet de reprise devrait dominer la macrodynamique dans les trimestres, voir les années qui viennent. A titre d'exemple, citons l'évolution en pourcentage des réservations de vols entre l'Europe et les Etats-Unis: les toutes dernières prévisions tablent sur 9,8 millions de vols en 2022, ce qui ne représenterait qu'une baisse de 11 % par rapport à 2019. Actuellement, la hausse dans la classe Affaires, très rentable, est particulièrement forte.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	→↗	↗	Nul ne sait quels ravages la quatrième vague de Covid-19 causera à la Suisse. En termes de létalité, le baromètre des préoccupations reste bas pour le moment.
Zone euro, Europe	→↗	↗	Depuis le début de l'année, le taux d'inflation élevé a permis une réduction de la dette publique réelle de l'Italie et de l'Allemagne de respectivement 50 milliards d'euros, sans augmentation d'impôts.
Etats-Unis	→↗	↗	Le contexte sur le marché s'est amélioré, et les marchés du travail présentent d'ores et déjà des signes de pénurie de spécialistes. Il s'agit là de signaux positifs d'un point de vue économique.
Reste du monde	→↗	↗	Sur le plan géopolitique et économique, la région Asie-Pacifique devient de plus en plus importante. La bipolarité entre les Etats-Unis et la Chine complique la situation en termes d'investissement.

Liquidités, devises

La vitesse de circulation de la monnaie stagne à son plus bas



Evolution de la vitesse de circulation de la monnaie M2 selon l'exemple des Etats-Unis (Source: FRED St. Louis Federal Reserve | graphique: Zugerberg Finanz)

Du point de vue des entreprises comme des ménages, les inquiétudes perdurent. Ils détiennent une quantité d'espèces et de dépôts bancaires supérieure à la moyenne. En conséquence, la vitesse de circulation de la monnaie diminue, ce qui incite les banques centrales à augmenter la masse monétaire nécessaire à une économie harmonieuse afin d'éviter la déflation. On peut très bien s'accommoder d'un taux d'inflation modéré comme effet secondaire.

Si l'on se concentre sur un point, les banques centrales n'ont pas atteint leurs objectifs en matière d'inflation sur le long terme. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale (Fed) est la première banque centrale mondiale à avoir fixé comme objectif d'inflation une moyenne de 2 %. Cela signifie qu'après des années d'inflation en dessous de l'objectif, un dépassement du taux de 2 % sera toléré temporairement. Nul ne sait combien de temps cette patience durera. Conformément aux attentes, lors de la dernière réunion de la Fed, il a été décidé de réduire les achats de titres. La volonté de le faire avait d'ores et déjà été déclarée lors de la réunion de Jackson Hole au mois d'août.

D'un point de vue historique, les véritables chiffres d'inflation (appelés inflation PCE «Personal Consumption Expenditures») restent faibles. Cela s'explique par l'équation de quantité. Si, d'un côté, le panier de marchandises et le produit intérieur brut augmentent, la masse monétaire doit s'accroître de l'autre. Et ce d'autant plus que la vitesse de circulation de la monnaie diminue. Durant la crise, la réserve de liquidités des entreprises et des ménages a pris de l'ampleur. Les banques centrales ont trouvé les bonnes réponses à ces questions et ont permis de stabiliser la politique monétaire. La Fed se concentre sur l'inflation PCE, tout en sachant bien que les ménages privilégient d'autres biens quand un produit est soumis à une hausse des prix. C'est-à-dire que l'hypothèse d'un panier de marchandises stable est certes intéressante

d'un point de vue méthodique, en particulier dans l'environnement économique et tarifaire actuel, mais il est très loin de la réalité actuelle.

Une masse monétaire accrue n'est pas obligatoirement responsable de l'inflation. Prenons la circulation des billets de banque en Suisse. Les billets de 1000 francs suisses représentent 58 % de la valeur de tous les billets de banque. Ceux-ci représentent près de 50 milliards de francs suisses, mais ils ne sont quasiment jamais utilisés dans le quotidien économique. Ces billets de banque se trouvent pour la plupart dans des coffres-forts. Certes, la réserve de liquidités a fortement augmenté afin d'éviter les intérêts négatifs, mais la vitesse de circulation de la monnaie a diminué.

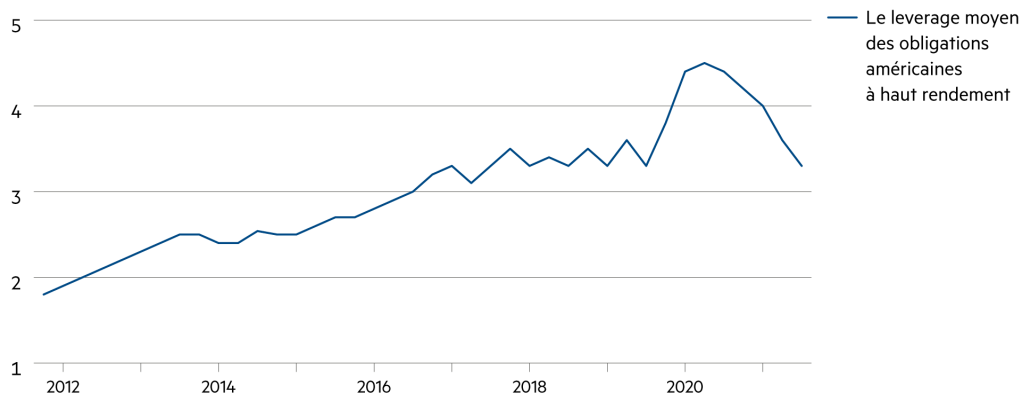
C'est un phénomène que nous observons depuis longtemps. Ainsi, la circulation nominale des billets de banque en Suisse a été multipliée par 949 en termes de valeur de fin 1907 à fin 2020. C'est phénoménal, mais ce n'est pas cela la cause parallèle de la hausse de l'inflation. En ce qui concerne la circulation réelle, on constate un taux de croissance nettement inférieur atteignant 83 fois de plus depuis 114 ans, c'est-à-dire que les prix ne se sont que multipliés par onze.

En Suisse, comme partout dans le monde, la réserve de liquidités reste toujours plus élevée. Tant que la conjoncture mondiale ne fonctionnera pas comme sur des roulettes, les responsables financiers des entreprises auront des quantités de liquidités supérieures à la moyenne. La crise financière mondiale de 2008/09 leur a montré à quelle vitesse le risque de faillite pouvait augmenter lorsque des rumeurs concernant une éventuelle insolvabilité circulent sur le marché. Et chez les ménages, l'augmentation de la liquidité est due au fait que les grandes dépenses (p. ex. pour l'achat d'une automobile, pour une longue croisière en bateau) restent soumises à des frictions.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	En période d'inflation continue (en Suisse: env. 1,0 %), l'épargne bancaire implique une perte constante de fortune ou de pouvoir d'achat.
Euro / Franc suisse	↗	↗	Actuellement, la paire de devises majeure pour l'économie suisse se situe à 1,06, soit en bas de la fourchette, et présente un potentiel de reprise.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	La hausse enregistrée par le dollar en septembre (1,7 %) a immédiatement disparu en octobre. Le dollar est enlisé dans un problème de chute des taux d'intérêt.
Euro / Dollar américain	↗	↗	Actuellement, on voit se profiler à l'horizon une asymétrie des risques dans l'équilibre de la paire de devises la plus importante de l'économie mondiale au profit de l'euro.

Obligations

Les obligations d'entreprises restent privilégiées



Au sujet de l'évolution de la force financière des entreprises émettant des obligations américaines à haut rendement (Source: Bloomberg, leverage moyen des débiteurs | graphique: Zugerberg Finanz)

Les emprunts d'Etat suisses, tout comme le Swiss Bond Index (AAA-BBB), ont atteint leur nouveau plus bas annuel en octobre. L'indice des obligations de la Confédération est inférieur de 5 % à son niveau au début de l'année, et la performance de l'indice plus large Swiss Bond Index se situe à -2,5 %. Voilà pourquoi nous préférons rester investis dans les obligations d'entreprises, et nous sommes heureux de voir s'améliorer la force financière des débiteurs modérés même aux Etats-Unis.

Le «leverage» ou levier peut servir de référence pour la force financière d'une entreprise. Entre 2016 et le printemps 2020, celui-ci s'élevait à près de 3,5 % et a grimpé à 4,5 durant la crise. Au cours des derniers trimestres, l'essor économique a permis à de nombreuses entreprises de réduire substantiellement leur leverage. La valeur médiane est revenue à 3,5 et devrait continuer de baisser. Ainsi, même lorsque leur solvabilité est limitée, les entreprises développent une certaine résilience financière, en particulier en cas d'augmentation des taux d'intérêt.

En définitive, les courbes des taux ont connu un nouveau raidissement au mois d'octobre. Les rendements à échéance des emprunts d'Etat à dix ans en Suisse et en Allemagne ont augmenté d'environ 15 points de base, atteignant déjà depuis le début de l'année 55 points de base (Suisse), 90 (Etats-Unis), voire plus de 100 points de base (Canada, Australie, Nouvelle-Zélande). Conséquence: les indices des emprunts d'Etat ont accusé des baisses de cours douloureuses allant jusqu'à 10 %. Ces pertes ont été encore plus prononcées pour les emprunts d'Etat des pays émergents (p. ex. au Brésil: +150 points de base).

Néanmoins, la barre est encore haute avant que la Fed n'annonce un ajustement des taux en novembre. L'évolution des salaires a déçu dernièrement. Par ailleurs, l'économie américaine n'a pas créé autant d'emplois que prévu. Mais une banque centrale qui continue de suivre la courbe de Phillips n'ignorera pas le recul progressif du taux de chômage qui est lié à une accélération marginale de l'évolution des salaires. Les contrôles de Fed sont compliqués par les distorsions actuelles (les rémunérations pour les heures supplémentaires effectuées pendant les fêtes sont traditionnellement plus élevées).

En dehors du marché du travail, les données sont restées dernièrement normales, voire bonnes. Aux Etats-Unis, les conditions d'une spirale des salaires et des prix dépendent de la poursuite de la hausse rapide de la demande. Cela devient de moins en moins probable au vu des difficultés que rencontre l'administration de Biden pour l'adoption du paquet d'un billion de dollars pour les ponts, les routes et les chemins de fer. En revanche, dans la zone euro, les difficultés de recrutement se sont aggravées dans certains secteurs qui ont de plus en plus de mal à trouver une main-d'œuvre qualifiée. Voilà qui pourrait bien nécessiter un certain ajustement au niveau des salaires et des fiches de paie. Mais ceci devrait plutôt avoir lieu progressivement et non pas surgir brusquement en 2022.

Conséquence secondaire de la hausse des rendements sur les emprunts d'Etat européens et américains, la demande en franc suisse a augmenté. En octobre, le dollar s'est un peu moins déprécié par rapport au franc suisse (-1,7 %) que par rapport à l'euro (-1,9 %).

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	↘	↘	Les anticipations d'inflation à long terme, négociées en bourse, demeurent quasi inchangées. A noter: on ne constate pratiquement aucun changement de comportement.
Obligations d'entreprises	↗	↗	La saison des résultats a été satisfaisante, même dans l'industrie manufacturière, ce qui a eu des effets positifs sur l'estimation des risques de défaillance dans un proche avenir.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Manifestement un domaine qui reçoit un bon écho. Le plus grand investisseur sur le marché du capital-investissement Blackstone a d'ores et déjà investi plus de 150 milliards de dollars cette année.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Hausse des rendements à échéance en octobre



Production industrielle dans une entreprise du groupe Storskogen (Source de l'image : Storskogen Group AB, Stockholm)

Dans un contexte de hausse des rendements à échéance, les deux solutions obligataires, qui constituent un élément central de nos stratégies transversales dans toutes les classes d'actifs, ont affiché une évolution légèrement négative, comme leurs indices de comparaison. Le fonds défensif Zugerberg Income Fund a reculé de 0,4 % en octobre. Le Credit Opportunities Fund, qui est axé sur les primes de risque de crédit, a essuyé une perte de valeur de 0,5 %. Par contre, les rendements à échéance ont augmenté.

Pour le Zugerberg Income Fund, dont la notation moyenne reste toujours dans la catégorie «investment grade», il est particulièrement difficile de trouver de bons débiteurs avec un rendement attractif. Storskogen remplissait tous les critères. Il s'agit d'une entreprise industrielle en propriété privée bien gérée et rentable, qui compte plus de 7 000 salariés et qui est sur le point de faire son entrée en bourse. Lors d'un changement de génération dans les PME, la société suédoise offre des solutions de succession en Scandinavie, en Grande-Bretagne, en Allemagne et en Suisse.

Créée par des entrepreneurs en série, la société Storskogen met un point d'honneur à préserver, promouvoir et ne pas vendre les PME rachetées. Quiconque vend son œuvre de toute une vie à Storskogen peut être certain que cette société, en tant que nouveau propriétaire, saura apporter les compétences et le soutien nécessaires au développement et au succès de l'entreprise. Plus d'une centaine d'acquisitions (7 en Suisse) ont été réalisées ces dix dernières années, certains vendeurs participant à Storskogen. 97 % des unités commerciales ont généré des

bénéfices durant l'année 2020 difficile et ce, malgré la pandémie.

Le Zugerberg Income Fund a également pris un engagement avec Aurelius Equity Opportunities. Cette société se concentre sur les scissions et sur les investissements en plateformes dans le segment des entreprises de taille moyenne. Il y a 18 mois par exemple, le groupe Distrelec, qui faisait partie du groupe Urner Dätwyler, a été racheté. Aurelius a ensuite lancé un programme global de numérisation et d'amélioration de la performance, repositionnant Distrelec avec ses près de 500 salariés et augmentant sensiblement la capacité de rendement. Pour la première fois, un EBITDA de plus de 10 % est attendu pour l'exercice en cours.

Le Credit Opportunities Fund s'est également engagé chez Aurelius. Outre Distrelec, Aurelius dispose de toute une série d'unités intéressantes. Beaucoup sont ceux qui connaissent sans doute les chaussures Scholl très confortables qui sont essentiellement vendues en pharmacie et dans les centres de matériel médical.

Dans le segment industriel suisse, une obligation de 4 % a été émise par Acrotec. Ce groupe de Suisse occidentale, profondément ancré dans la Vallée de Joux, est un sous-traitant très convoité pour sa haute technologie de précision, en particulier dans les secteurs des montres de luxe et de la technologie médicale. Le Credit Opportunities Fund a vendu à profit une série d'autres obligations (p. ex. Repsol, Unipols, Tata Motors, Volkswagen), leur rendement à échéance ne pouvant plus être considéré comme une «opportunité».

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement en 2021 (depuis le début de l'année)	+0,6 %	+6,6 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	+2,7 % (+0,8 %)	+36,8 % (+3,6 %)
Quantité de mois de performance positive:	66 %	70 %
Prime de risque de crédit (exprimée en points de base)	160 PB	405 PB
Notation moyenne (actuelle)	BBB	BB

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

Immobilier, infrastructures

Les entreprises d'infrastructure poursuivent leur trajectoire de croissance durable



L'aéroport de Lyon-Saint Exupéry de l'exploitant VINCI Airports, l'aéroport pilote pour l'utilisation de l'hydrogène (Source de l'image : stock.adobe.com)

Le potentiel des grands fournisseurs d'infrastructures européens Vinci et Enel est prometteur. Cette année, Enel a vu ses capacités fortement augmentées dans le domaine des énergies renouvelables, avec pour effet une accélération de sa croissance actuelle et future. Une capacité supplémentaire de pas moins de 20 gigawatts sera créée rien que pour les années 2021 à 2023.

Dans le secteur des infrastructures, les titres liés à l'énergie étaient recherchés. Ceci explique la performance mensuelle satisfaisante de BKW (+20 % en octobre), d'Enel (+9 %) et de Veolia Environnement (+7 %). Le fournisseur de maisons de retraite Orpea (-10 %) a, quant à lui, connu un mois très mauvais.

Chez Vinci (+2 %) et Enel notamment, tout ce qui tourne autour du développement durable et de l'économie circulaire est devenu un pilier central de la stratégie. Rien qu'au premier semestre 2021, Enel a installé 232 000 stations de recharge pour les véhicules électriques. Actuellement, les projets d'infrastructure viables mobilisent beaucoup de capital, ce qui s'est traduit également par l'émission d'obligations vertes. Une fois utilisés, ils engendreront cependant des flux de trésorerie solides à l'avenir. Avec sa stratégie mettant l'accent sur le développement durable, Enel a en 2020 consolidé sa position de leader en matière de transition énergétique, créé une plus-value pour toutes les parties prenantes et continué de contribuer à la réalisation des objectifs

de développement durable des Nations Unies (appelés aussi SDG).

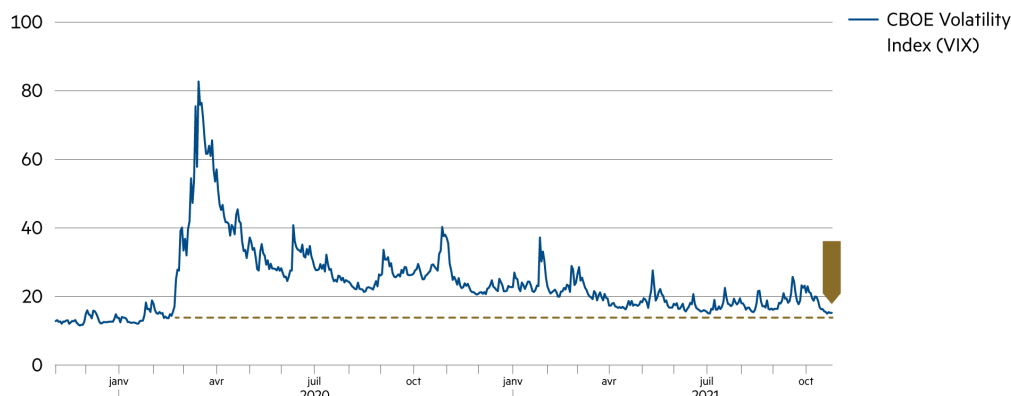
Vinci a encore beaucoup plus de projets en raison des carnets de commande bien remplis et du taux d'emprunt qui a été étonnamment bas récemment. Néanmoins, la voie à prendre est bien claire: pour les années 2021 à 2023, son bénéfice brut (EBIT) devrait augmenter d'environ 2 % par an et donner lieu à un flux de trésorerie satisfaisant. Dans le secteur solide des concessions (en particulier les routes à péage), le trafic était d'ores et déjà au troisième trimestre 2021 supérieur d'environ 5 % au niveau d'avant la crise. Dans certaines régions, le gestionnaire d'infrastructures haute performance Vinci agit de manière visionnaire, son aéroport de Lyon ayant conclu une alliance avec Airbus et Air Liquide en vue de promouvoir l'utilisation de l'hydrogène et la décarbonisation dans l'aviation.

Du côté des énergies renouvelables, les constructions de parcs photovoltaïques par le biais de Vinci ne cessent de prendre de l'ampleur. Autre chose typique, le rachat de la petite mais précieuse société allemande d'Augsbourg Conntronic Prozess- und Automatisierungstechnik GmbH, qui a créé une chaîne de production innovante, sans précédent dans le monde, qui a été achevée au mois d'octobre. Le mois dernier, près de la moitié des analystes ont augmenté leurs objectifs vis-à-vis du cours de Vinci. En raison du taux de rentabilité des capitaux propres d'environ 11 %, nous tablons toujours sur un rendement sur dividendes solide d'au moins 3,0 % au niveau actuel.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	→↗	Les crédits hypothécaires à long terme se sont nettement renchérissés en octobre, poussés par les inquiétudes quant à de nouvelles hausses des taux d'intérêt.
Surfaces de vente et de bureaux CH	↘	→	Après l'extension des primes de risque pour les immeubles de bureaux, les perspectives et les opportunités de rendement ont retrouvé un équilibre intéressant.
Fonds immobiliers CH	→	→	Rien qu'en octobre, l'indice des fonds immobiliers suisses est tombé à 495,7 points (-3,7 %), dépassant de tout juste 2,5 % son niveau de début d'année (483,4).
Infrastructures	↗	↗	Selon nous, il existe toujours du potentiel dans les exploitants et les sociétés de services ayant trait aux thèmes d'infrastructure prometteurs, comme dans le cas de BKW (+20 % en octobre).

Actions

Les bonnes perspectives font augmenter les cours en bourse



Marge de fluctuation de l'indice boursier américain S&P 500 (Source: Chicago Board Options Exchange | graphique: Zugerberg Finanz)

L'humeur pessimiste à la fin du trimestre dernier a laissé place à une analyse fondamentale positive. Si les perturbations dans les chaînes logistiques de l'économie mondiale devraient durer encore quelques mois, la forte dynamique de croissance continue de stimuler les actions. En conséquence, les indices de volatilité des différentes places boursières sont bas. Ce n'est pas la peur mais la confiance qui domine les marchés.

Il y a un mois, nous avons écrit: «Tout porte à croire que les marchés ont réagi de manière excessive en septembre dans un élan de panique en raison des pics atteints à la fin du mois d'août.» Aujourd'hui, nous pouvons souligner que cette estimation était correcte et que le mois d'octobre s'est révélé être un bon mois pour les investisseurs en actions.

De manière générale, l'indice boursier mondial (MSCI ACWI en franc suisse) a progressé de 3,3 %. S'agissant de l'indice directeur suisse SMI, la hausse s'est élevée à 4,0 %. Dans la classe de risque 2, notre sélection d'actions a progressé de 4,3 % (R2) à 4,5 % (Libre passage R2).

Au niveau de chacune des actions, les performances mensuelles de Partners Group (+10 %), Nestlé (+8 %) et Lonza (+7 %) se sont distinguées. Dans le cadre de la sélection des valeurs internationales standards, Nvidia (+25 %), Alibaba (+14 %) et Alphabet/Google (+10 %), ainsi que SAP (+8 %) et Axa (+6 %) sont montés en flèche. De l'autre côté, la performance mensuelle de Facebook (-5 %) et de Samsung (-4 %) a déçu.

Parmi les titres de second ordre utilisés dans des solutions plus risquées, u-blox (+10 %) est sorti du lot. Il ne faut pas se contenter de

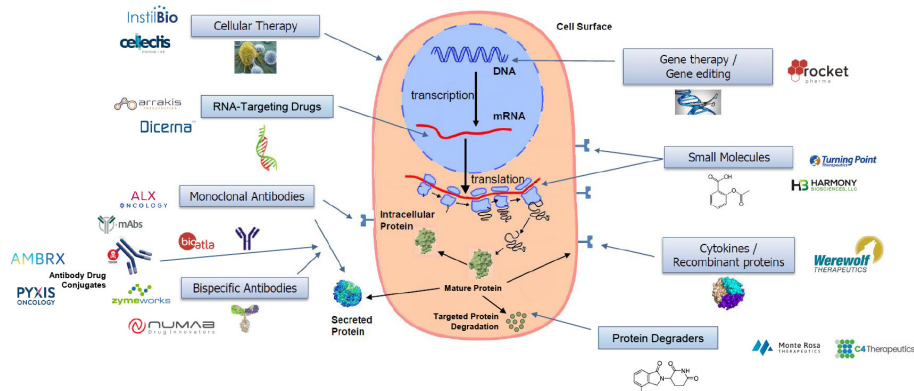
miser sur les valeurs technologiques. La sélection est essentielle. Le cours de l'action du grand marchand en ligne Amazon, par exemple, ne s'est amélioré que de 3 % depuis le début de l'année. Amazon subit les conséquences d'une croissance rapide, raison pour laquelle son bénéfice a même baissé au troisième trimestre. Au quatrième trimestre, le groupe doit recruter 250 000 employés supplémentaires afin de pouvoir gérer les activités de Noël. Dans leurs actions, les personnes travaillant dans le service d'expédition font l'objet d'une surveillance électronique avec des caméras de sécurité et des drones en vue d'améliorer leur efficacité et leur productivité. Nous ne sommes toujours pas investis dans les actions d'Amazon.

En ce qui concerne les modèles économiques d'Alphabet/Google (+66 % ytd) et de Facebook (+16 % malgré les attaques médiatiques), qui sont poussés par la publicité, nous affectionnons toujours les opportunités de croissance structurelle. Facebook voit ces opportunités dans un monde virtuel, changeant son nom pour «Meta». Le métavers est un concept désignant la combinaison entre le monde physique réel et le monde numérique alternatif créé. Facebook est ici tout aussi visionnaire que Tesla dans l'électromobilité. Dans les prochaines années, Facebook ou plutôt Meta pourra beaucoup profiter des activités en rapport avec une réalité virtuelle et élargie. Aujourd'hui, les réseaux sociaux font office de pont numérique pour notre vie sociale. Meta a le potentiel de devenir la vie sociale elle-même dans le futur. Par exemple, vous pourrez participer à une réunion d'affaires, aller à l'école, regarder un film avec des amis ou même voyager dans un monde virtuel.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Le marché boursier suisse (SMI) a reculé de 6,1 % au mois d'août. Les prévisions de hausse des gains restent bonnes pour les 12 à 24 mois à venir.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Selon une enquête allemande, les actions sont de plus en plus populaires comme instrument d'investissement. Toutefois, le potentiel de gain est sous-estimé par 40 % des adultes.
Actions Etats-Unis	↗	↗	Les valeurs technologiques américaines continuent de profiter outre mesure de la hausse démesurée des marges bénéficiaires.
Actions Pays émergents	↗	↗	La valorisation des actions chinoises a largement baissé de manière générale. L'indice Nasdaq Golden Dragon est inférieur de 34 % à sa valeur du début de l'année.

Placements alternatifs

Les placements sur les marchés privés jouissent d'une grande popularité



HBM Healthcare et ses participations dans différentes formes de traitement (Source de l'image : HBM Healthcare, Zug)

Cette année, les placements sur les marchés privés offrent une performance remarquable. Il y a, d'une part, les actions des fournisseurs de ce type de solutions dont le cours a connu une forte hausse (p. ex. KKR) et, d'autre part, ceux des fonds qui sont à la base des participations directes de portefeuilles (p. ex. LP Active Value). La société de participation HBM Healthcare, avec son large éventail de solutions, nous semble toujours prometteuse.

Le segment «listed private equity» reste un élément important de nos placements alternatifs. Pour nous, la sélection est importante, c'est pourquoi nous évitons les véhicules passifs. Les modèles économiques sont très variés et, selon l'évolution conjoncturelle, ils peuvent aussi connaître une évolution très différente dans leurs branches d'activités respectives.

Blackstone est la plus grande société de capital-investissement au monde. Elle a connu une évolution formidable depuis sa création il y a 36 ans et gère désormais plus de 730 milliards de dollars. La société se concentre essentiellement sur les catégories «private real estate» et «private credit & insurance». Rien que ces derniers trimestres, Blackstone, dont nous détenons une obligation dans le fonds Zugerberg Income Fund, a placé plus de 150 milliards de dollars de crédits hybrides dans le secteur solide des assurances avec des coupons intéressants. Les rendements de Blackstone ont considérablement augmenté, et les principaux indicateurs financiers ont atteint des niveaux records ou frôlant un record. Mais le plus important, c'est que la hausse des fonds d'investissement sur les marchés privés a été satisfaisante.

Le KKR américain affiche aussi de brillants résultats, le fonds s'étant accru annuellement de 22 % depuis 17 ans (atteignant désormais plus de 430 milliards de dollars). Rien qu'au mois d'octobre, le cours de l'action s'est apprécié de 28 % (soit +98 % depuis le début de l'année). Là aussi, les opportunités de croissance n'ont jamais été aussi nombreuses, comme c'est le cas de Blackstone et, dans une certaine mesure, de Partners Group. L'ensemble du secteur est en première phase d'une accélération à long terme des activités. En particulier, Private Equity et Private debt, ainsi que Private Infrastructure devraient afficher une croissance.

HBM Healthcare (+19 % depuis le début de l'année) fait figure de satellite à côté des géants. Cette société, dont le portefeuille s'élève à près de 2,5 milliards de francs suisses, met l'accent sur les grands axes Healthcare, Biotech et Medtech. Ces domaines d'activités profitent de certaines mégatendances comme le vieillissement de la population, l'urbanisation et la prise de conscience de la santé. Le progrès technologique peut sensiblement améliorer la situation à ce niveau en très peu de temps. C'est ce que nous avons constaté dans le cas de la technologie ARNm dans le cadre de la lutte contre la Covid-19, dont les applications prévues dépasseront de loin le simple développement d'un vaccin. Or, HBM est investi bien plus largement, en particulier dans les secteurs des thérapies génétiques de future génération ainsi que dans les technologies de thérapie cellulaire. HBM, qui est coté en Suisse, apporte ainsi un complément intéressant aux investissements dans de grandes entreprises fournissant des produits pharmaceutiques et des biotechnologies comme Novartis et Roche.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	↗	↗	Depuis la mi-octobre, l'évolution du prix du cuivre (-8 % pour atteindre le niveau de février 2021) et de l'aluminium (-14 %) montre que les prix des matières premières peuvent chuter rapidement.
Or / Métaux précieux	→↗	→	L'organisation sectorielle World Gold Council a récemment fait état d'un recul de la demande d'or au troisième trimestre, se situant désormais à 831 tonnes (-7 %).
Insurance-Linked Securities	→↗	↗	Dans les solutions de libre passage, nous avons recours aux solutions «Insurance Enhanced Credit» qui affichent des résultats convaincants à long terme.
Private Equity	↗	↗	La pièce importante du puzzle dans un portefeuille risqué regroupant plusieurs classes d'actifs représente, jusqu'à présent cette année, la classe d'actifs la plus performante.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)	Performance annuelle (en CHF)						
		31.10.2021	10/2021	2021 YTD	2020	2019	2018	
Actions								
SMI	CHF	12'108.2	+4.0%	+13.1%	+0.8%	+26.0%	-10.2%	
SPI	CHF	15'613.3	+3.8%	+17.1%	+3.8%	+30.6%	-8.6%	
DAX	EUR	15'688.8	+0.6%	+11.5%	+3.5%	+20.9%	-21.3%	
CAC 40	EUR	6'830.3	+2.5%	+20.3%	-7.4%	+21.8%	-14.4%	
FTSE MIB	EUR	26'876.0	+2.4%	+17.9%	-5.4%	+23.6%	-19.3%	
FTSE 100	GBP	7'237.6	+1.8%	+16.2%	-19.2%	+14.7%	-16.7%	
EuroStoxx50	EUR	4'250.6	+2.8%	+17.0%	-5.4%	+20.3%	-17.6%	
Dow Jones	USD	35'819.6	+3.9%	+21.2%	-1.8%	+20.3%	-4.7%	
S&P 500	USD	4'605.4	+4.9%	+27.0%	+6.5%	+26.7%	-5.4%	
Nasdaq Composite	USD	15'498.4	+5.3%	+24.5%	+31.6%	+33.0%	-3.0%	
Nikkei 225	JPY	28'892.7	-6.0%	-1.1%	+11.6%	+17.8%	-9.3%	
Sensex	INR	59'306.9	-2.5%	+25.3%	+3.4%	+10.0%	-2.0%	
MSCI World	USD	3'174.7	+3.6%	+22.2%	+4.5%	+23.1%	-9.6%	
MSCI EM	USD	1'264.8	-0.9%	+1.4%	+6.1%	+13.5%	-15.8%	
Obligations (divers)								
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	175.0	-0.3%	-3.1%	+3.5%	+3.7%	-0.4%	
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	212.6	-0.1%	-1.8%	+6.4%	+8.7%	-4.2%	
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	309.2	-0.6%	+2.3%	+4.7%	+10.5%	-5.1%	
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	311.7	-0.5%	-2.4%	+4.3%	+9.0%	-5.2%	
Emprunts d'Etat								
SBI Dom Gov	CHF	190.9	-0.5%	-4.9%	+2.1%	+4.4%	+0.7%	
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	167.5	-0.1%	-3.5%	+6.3%	+3.3%	-2.4%	
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	213.5	-0.6%	-3.8%	+4.6%	+6.2%	+0.6%	
Obligations d'entreprise								
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	185.1	-0.7%	-0.9%	+0.5%	+2.4%	-0.3%	
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	223.8	+0.2%	-2.0%	+8.0%	+10.7%	-5.7%	
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	622.8	-0.2%	+3.5%	+5.1%	+10.5%	-5.3%	
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	180.8	-0.7%	-1.3%	+2.4%	+5.8%	-1.7%	
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	292.7	-0.6%	+2.9%	+2.1%	+10.9%	-4.2%	
Placements alternatifs								
Or Spot CHF/kg	CHF	52'525.3	-0.2%	-2.8%	+14.6%	+16.4%	-1.6%	
Commodity Index	USD	103.4	+0.7%	+37.1%	-11.6%	+3.7%	-12.2%	
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'542.7	-3.9%	+1.9%	+13.0%	+21.7%	-4.4%	
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'442.8	-1.0%	+8.2%	-2.2%	+6.8%	-5.8%	
Devises								
Dollar / franc suisse	CHF	0.9161	-1.7%	+3.5%	-8.4%	-1.6%	+0.8%	
Euro / franc suisse	CHF	1.0584	-1.9%	-2.1%	-0.4%	-3.5%	-3.8%	
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.8029	-4.1%	-6.3%	-3.8%	-0.6%	+3.6%	
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.2533	-0.2%	+3.6%	-5.7%	+2.4%	-4.9%	

Toutes les données publiées ici sont transmises à titre d'information uniquement et n'ont pas valeur de conseil ou recommandation en matière de placement ou autre. La présente publication est fondée sur des sources accessibles au public, que nous considérons comme fiables et valables. Nous déclinons toute responsabilité quant à l'exactitude et/ou l'intégrité des informations communiquées. Cette publication s'adresse exclusivement aux clients/intéressés établis en Suisse, et les informations légales figurant dans les mentions légales sur le site www.zugerberg-finanz.ch s'appliquent. Toute reproduction est autorisée sous réserve de mention de la source.

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 de la valeur du Zugerberg Finanz Z indiquée a été reprise de Zugerberg Finanz R jusqu'au 30/06/2014 (lancement de Zugerberg Finanz Z). L'évolution de la valeur de Zugerberg Finanz Z indiquée a été reprise de Zugerberg Finanz R jusqu'au 30/06/2014. La performance historique de Zugerberg Finanz R repose en partie sur la constitution des portefeuilles conformément aux critères d'investissement actuels avec les données issues du passé. L'évolution dresse un tableau indicatif de l'efficacité potentielle du portefeuille s'il avait été placé sous sa forme actuelle depuis le 01/01/2009. Depuis le 01/01/2012, il s'agit de la performance effective des portefeuilles. L'évolution de la valeur de Zugerberg Finanz LPR indiquée a été reprise de Zugerberg Finanz R jusqu'au 31/12/2013 (lancement de Zugerberg Finanz LPR). L'évolution de la valeur de Zugerberg Finanz 3a indiquée a été reprise de la solution de libre passage jusqu'au 31/12/2009 (lancement de Zugerberg Finanz 3a). 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. Mentions légales. Editeur: Zugerberg Finanz AG, Lüssiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch. Photos: Andreas Busslinger, stock.adobe.com, Storskogen Group AB, HBM Healthcare; Cours de clôture au 31/10/2021; données économiques au 31/10/2021, pronostic économiques au 31/10/2021. *Jusqu'au 30/12/2020, valeurs à la reprise de la direction du comité de placement par Prof. Dr. Maurice Pedergnana le 01.01.2009, date du lancement effectif de la stratégie. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.