



Vieille ville de Zoug avec la tour des Capucins et vue sur le lac de Zoug (Photo : Andreas Busslinger)

L'économie mondiale poursuit son expansion en 2022

La croissance économique mondiale restera robuste l'année prochaine. En outre, un recul progressif des taux d'inflation se profile à l'horizon. La pression à la hausse sur les prix en conséquence de la forte demande et des goulots d'étranglement de l'offre s'atténue, ce dont on pouvait s'attendre au vu de l'inflation en forme de «bosse». Quoi qu'il en soit, les points morts d'inflation se situent dans la moyenne des dix dernières années et ne révèlent aucune crainte vis-à-vis des taux d'intérêt, autrement dit les conditions monétaires restent constructives et expansives.

A cela s'ajoute une stimulation fiscale, qui, parallèlement à la forte croissance de la demande, permettront aux divers actifs réels de garder leur attractivité en 2022. En revanche, il est toujours difficile d'obtenir un rendement positif avec les actifs nominaux (comme les emprunts d'État et les dépôts bancaires). De plus en plus de banques commencent à

facturer des «frais de parage» sur les dépôts à vue, même pour les petits montants.

L'apparition de nouvelles mutations du virus empêche toutefois de rendre des pronostics précis. En même temps, on espère toujours que l'augmentation du taux de vaccination et les progrès médicaux permettront de réduire l'impact des futures vagues d'infection sur l'économie. Si l'évolution conjoncturelle montre des signes d'affaiblissement aux États-Unis, l'Europe et l'Asie voient se développer une dynamique croissante. Les perspectives de croissance pour l'industrie manufacturière se sont visiblement améliorées. En revanche, dans le secteur des services, elles sont toujours inférieures à leur potentiel en raison de la pandémie.

Omicron gâche le mois de novembre au dernier moment

La nouvelle mutation du virus a eu un impact important sur la performance de novembre. Les actifs à risque ont essuyé une baisse, tandis que les emprunts d'État ont progressé. L'indice des obligations de la Confédération (SBIDGT: +2,3 % en novembre) et le Swiss Bond Index (SBI AAA-BBB: +1,4 %) se sont légèrement redressés par rapport à leur plus bas annuel atteint au mois d'octobre. Les valeurs immobilières sont restées stables. Les 20 actions suisses à large capitalisation (Swiss Market Index: +0,4 %) ont enregistré une légère hausse, tandis que le large tableau des moyennes et petites capitalisations suisses (SPIEX: -3,3 %) a nettement reculé en l'espace d'un mois – une situation que l'on a d'ailleurs observée dans le monde entier. L'indice boursier mondial (MSCI ACWI) a régressé de 2,5 %. Le Dow Jones américain a reculé de 3,7 %, l'Euro Stoxx 50 de 4,4 % et le Hang Seng de 7,5 %.

Ces tendances ont été responsables de la performance négative au mois de novembre partout dans le monde. Les solutions d'investissement à faible risque ont été moins touchées que les stratégies plus

risquées. La solution Revo1 (-0,9 %) l'illustre parfaitement. Dans la classe de risque 3, marquée par une part d'actions et d'actifs en placements privés nettement plus haute, la performance s'est élevée à -1,4 % (Revo3).

S'agissant de nos mandats de libre passage basés sur des titres, une part conséquente est investie dans des actifs qui ne sont pas négociés quotidiennement (dans des immeubles de rapport résidentiels suisses dans des fondations de placement, entre autres). Voilà pourquoi la performance connaît moins de variations ici: dans la classe de risque 1 (-0,5 % en novembre), de même que dans la classe de risque 3 (-1,2 %), les fluctuations ont été moins importantes que dans les solutions de placement reposant exclusivement sur des valeurs cotées en bourse.

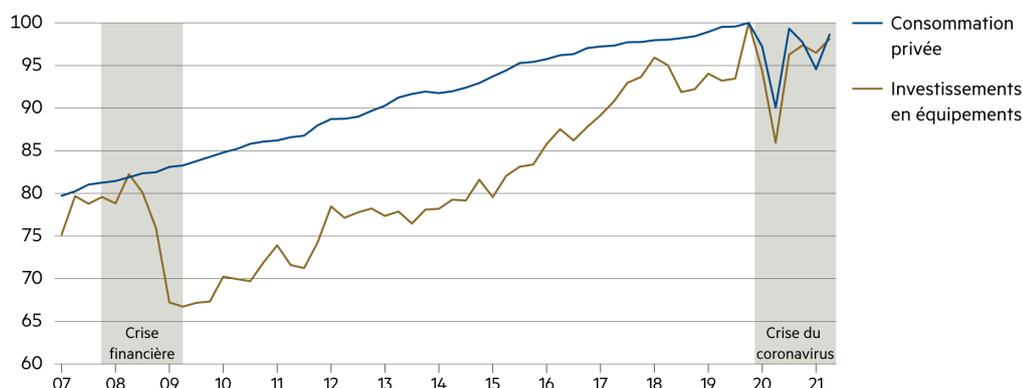
Globalement, on peut faire le bilan suivant : le battage médiatique autour de la «chute brutale des cours» a été bien plus fort que la baisse effective de nos portefeuilles.

Stratégies sur la base des titres individuels	Novembre 2021	YTD 2021	Dep. le lancement* jusqu'au 31/12/2020	
			cumulatives	en moyenne
Zugerberg Finanz R1	-0.8% ▼	+3.9% ↗	+43.4% ↗	+3.1% ↗
Zugerberg Finanz R2	-1.2% ▼	+8.2% ↗	+83.8% ↗	+5.2% ↗
Zugerberg Finanz R3	-0.9% ▼	+10.3% ↗	+96.5% ↗	+5.8% ↗
Zugerberg Finanz R4	-1.1% ▼	+11.7% ↗	+69.1% ↗	+4.9% ↗
Zugerberg Finanz Z1	-0.4% ▼	+3.3% ↗	+46.1% ↗	+3.2% ↗
Zugerberg Finanz Z2	-0.5% ▼	+7.3% ↗	+70.5% ↗	+4.5% ↗
Zugerberg Finanz Z3	-0.7% ▼	+10.1% ↗	+89.9% ↗	+5.5% ↗
Zugerberg Finanz Revo1	-0.9% ▼	+2.3% ↗		
Zugerberg Finanz Revo2	-1.3% ▼	+5.2% ↗		
Zugerberg Finanz Revo3	-1.4% ▼	+6.6% ↗		
Zugerberg Finanz Revo4	-1.5% ▼	+8.1% ↗		
Zugerberg Finanz Revo5	-1.4% ▼	+9.5% ↗		
Stratégies basées sur des fonds	Novembre 2021	YTD 2021	Dep. le lancement* jusqu'au 31/12/2020	
			cumulatives	en moyenne
Zugerberg Finanz Fondspicking 30	-0.8% ▼	+4.4% ↗	+19.4% ↗	+1.5% ↗
Zugerberg Finanz Fondspicking 60	-1.2% ▼	+9.8% ↗	+37.1% ↗	+2.7% ↗
Zugerberg Finanz Fondspicking 100	-1.3% ▼	+15.2% ↗	+44.9% ↗	+3.1% ↗
Zugerberg Finanz Durabilité 20	-0.7% ▼	+2.5% ↗	+7.0% ↗	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz Durabilité 40	-1.2% ▼	+6.7% ↗	+10.5% ↗	+0.8% ↗
Zugerberg Finanz Durabilité 100	-1.5% ▼	+13.7% ↗	+15.7% ↗	+1.2% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage	Novembre 2021	YTD 2021	Dep. le lancement* jusqu'au 31/12/2020	
			cumulatives	en moyenne
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.1% ▼	+1.7% ↗	+14.0% ↗	+1.7% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-0.5% ▼	+4.1% ↗	+47.8% ↗	+3.3% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-1.0% ▼	+7.3% ↗	+74.6% ↗	+4.8% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-1.3% ▼	+8.4% ↗	+91.0% ↗	+5.5% ↗
Zugerberg Finanz 3a	Novembre 2021	YTD 2021	Dep. le lancement* jusqu'au 31/12/2020	
			cumulatives	en moyenne
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.9% ▼	+2.3% ↗		
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-1.3% ▼	+5.2% ↗		
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-1.4% ▼	+6.6% ↗		
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-1.5% ▼	+8.1% ↗		
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-1.4% ▼	+9.5% ↗		

* 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

Le besoin de rattrapage en conséquence de la crise du coronavirus reste immense



La crise du coronavirus n'est pas comparable aux récessions précédentes (Source: SECO | graphique: Zugerberg Finanz)

La crise du coronavirus n'est pas comparable aux récessions précédentes. C'est ce que révèle la comparaison avec l'avant-dernière récession (2008/09). Si les investissements en équipements ont chuté rapidement, la consommation privée a permis de maintenir l'économie à flot. En revanche, l'effondrement dû au confinement de 2020 a entraîné en parallèle une dégringolade de la consommation et des investissements. La reprise en est d'autant plus longue.

La reprise suite au creux causé par la pandémie sera plus longue que celle ayant suivi la crise financière, et c'est précisément pour cette raison que nous pouvons nous attendre à plusieurs années de croissance, marquées par un haut rendement de l'économie mondiale. Il n'est pas opportun de parler de «milieu de cycle». Nous n'en sommes qu'aux prémices de la sortie de crise qui durera plusieurs années. Selon les indicateurs IHS Markit, ce sont avant tout les pays asiatiques comme le Vietnam, l'Inde, la Malaisie et l'Indonésie qui affichent actuellement une forte tendance haussière dans le secteur manufacturier. Mais le Japon, Taiwan et la Corée du Sud connaissent également une phase d'expansion.

En revanche, lors de la crise financière, il a fallu en quelque sorte raviver la confiance des entreprises dans la stabilité de l'économie mondiale pour que les plans d'investissement soient progressivement débloqués et que l'économie mondiale puisse à nouveau tourner à plein régime.

Le schéma actuel qui accompagne la «décélération forcée» de l'économie mondiale au printemps 2020 en raison du confinement est totale-

ment différent. Non seulement les investissements en équipements ont subi une forte baisse, mais la consommation privée a également chuté. Les activités festives ont dû être suspendues et les projets de vacances reportés. La récente mutation du virus empêche le secteur des services de se redresser partout dans le monde. Il est donc évident qu'il faudra encore beaucoup plus de temps pour que les excédents d'épargne privée records accumulés ces 18 derniers mois ne retournent dans le circuit économique. Une chose est certaine: cela marquera l'évolution économique des années 2022/23.

Les perspectives pour les consommateurs des pays développés restent bonnes, compte tenu de l'amélioration des prévisions sur le marché du travail, de l'excédent d'épargne actuel et du niveau historiquement élevé du patrimoine net des ménages. Cela aura pour effet de porter la croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices des entreprises.

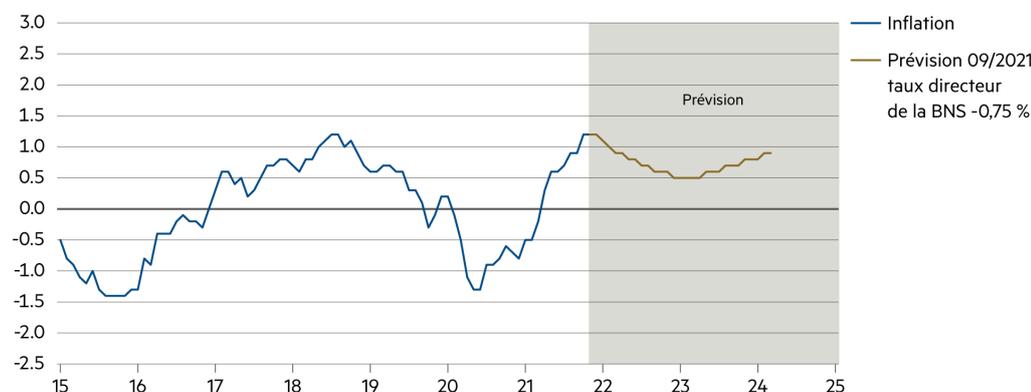
Or, il y a aussi des zones d'ombre, à commencer par la hausse des prix de l'énergie, qui réduit le pouvoir d'achat, ainsi que les problèmes immobiliers et de leadership en Chine. Deuxième économie mondiale et moteur important de la croissance mondiale, «l'Empire du Milieu» reste une grande puissance et ce, même si l'indice Caixin des directeurs d'achat, qui mesure le moral des petites et moyennes entreprises industrielles, a récemment reculé à 49,9 points (-0,7).

Nous sommes bien loin d'une crise énergétique. A peine le ralentissement temporaire de la croissance s'est-il dessiné en raison du variant Omicron, voilà que les prix du pétrole brut ont chuté de 20 % et plus.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	→↗	↗	D'après les enquêtes du SECO, le nombre de chômeurs s'élevait dernièrement à 116'733 (soit -22 % par rapport à 2020). Ainsi, le taux de chômage est tombé à 2,5 %.
Zone euro, Europe	→↗	↗	La hausse du taux d'inflation ne nous inquiète guère, étant donné que la productivité a connu récemment un accroissement supérieur à la moyenne et aura donc un effet modérateur.
Etats-Unis	→↗	↗	L'investisseur doit profiter de la reprise tant qu'elle dure, mais il doit aussi se méfier des forces macroéconomiques négatives avant qu'elles ne prennent le dessus.
Reste du monde	→↗	↗	L'activité industrielle dans le sous-continent indien et dans la région Asie-Pacifique a récemment enregistré une forte croissance et va se poursuivre.

Liquidités, devises

A moyen terme, la pression à la hausse sur le prix demeure modérée en Suisse



Variation de l'indice des prix à la consommation par rapport à l'année précédente en % (Source: BFS, Suisse banque nationale, 09/2021 | graphique: Zugerberg Finanz)

Même en Suisse, l'inflation est légèrement en forme de «bosse» actuellement. Celle-ci est toutefois basse et à peine perceptible. En revanche, le rendement réel négatif, qui est le fruit d'un rendement nominal insatisfaisant (taux d'intérêt négatifs ou frais de parage) doublé d'un taux d'inflation d'un pour cent, se fait sentir à moyen terme.

Les perspectives de voir des taux d'intérêt réels positifs restent mitigées. En revanche, les primes de risque pour les actions sont même légèrement plus élevées que les années précédentes, ce qui limite le risque de baisse pour les actions tout en rendant le potentiel de hausse visible. Ce n'est donc pas le moment d'augmenter l'épargne bancaire ou les liquidités détenues au-delà du niveau nécessaire pour le ménage. Les actifs réels, en particulier les actions et les actifs dans les placements privés avec un horizon à moyen et long terme, restent beaucoup plus attractifs.

En tant que gérant de fortune, nous sommes toujours à la recherche de moyens permettant d'offrir des solutions sur mesure aux investisseurs privés et institutionnels, de mieux nous différencier sur le marché et d'améliorer le rendement et l'efficacité des produits d'investissement. Il est donc essentiel pour nous de tirer parti des tendances et innovations du marché pour réaliser des placements différenciés et transparents, et de mettre à profit les thèmes qui stimulent les marchés et qui ont le potentiel d'apporter une performance exceptionnelle. Mais il reste difficile de combler cet écart entre les mots clés des macrotendances, comme par exemple «décarbonisation, dématérialisation, démographie», et l'analyse fondamentale détaillée au niveau de l'entreprise. Il s'agit

sans cesse d'enrichir et d'optimiser, par la recherche macroéconomique, la gestion de portefeuille et la gestion des risques, les stratégies quantitatives et fondamentales avec des données qualitatives.

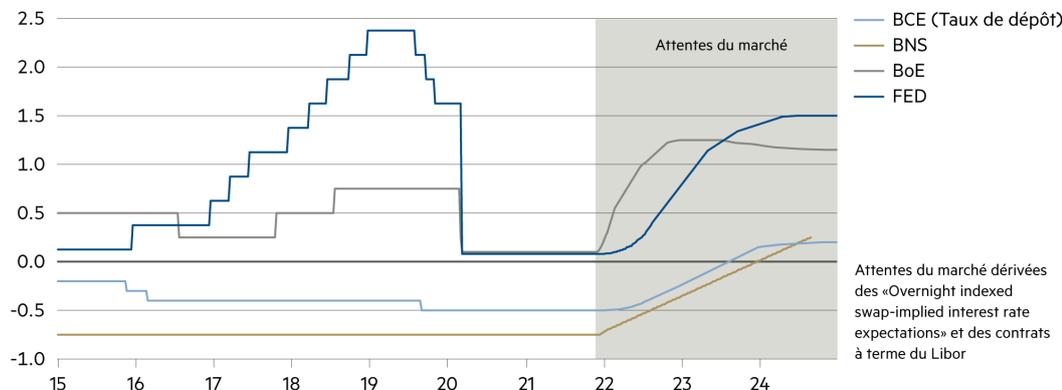
Malgré des goulots d'approvisionnement persistants, le risque de récession diminue actuellement en Europe. C'est ce que montre même le baromètre conjoncturel de l'Institut de macroéconomie et de recherche conjoncturelle (IMK), proche des syndicats. Pour la période de novembre à fin janvier 2022, les chercheurs de l'IMK indiquent un risque de récession plus faible que pour le mois précédent. Peter Hohlfeld, expert en matière conjoncturelle de l'IMK, distingue les premiers signes d'accalmie dans les chaînes d'approvisionnement internationales. Il n'est pas encore possible de dire avec certitude si les données actuelles signalent déjà un revirement de tendance vis-à-vis des goulots d'étranglement de l'offre.

Mais l'Europe devrait plutôt se préparer à une forte croissance. Le produit intérieur brut (PIB) de la Suisse a augmenté dernièrement de 1,7%; soit un résultat quasi inchangé après 1,8% au deuxième trimestre. Grâce aux nouvelles mesures d'assouplissement dans la lutte contre le coronavirus, la valeur ajoutée dans les filières de services concernées a fait un bond en avant. La consommation privée a elle aussi connu une forte croissance, permettant au PIB du troisième trimestre de dépasser de plus d'un pour cent le niveau d'avant la crise du quatrième trimestre 2019. Cette tendance haussière devrait perdurer. Pour l'année 2022 dans son ensemble, la plupart des économistes tablent sur une croissance du produit national mondial supérieure à la moyenne, de plus de 4,0%.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Les banques sont de plus en plus nombreuses à qualifier les taux d'intérêt négatifs sur les dépôts bancaires de «frais de parage». Le fait est que l'épargne bancaire n'est pas rentable.
Euro / Franc suisse	↗	↗	Actuellement, l'euro se situe à 1,04, soit son niveau le plus bas depuis les cinq dernières années et étonnamment bien en dessous de son record annuel de 1,11 (en mars 2021).
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	Le dollar est retombé à 0,92 franc suisse en novembre, restant ainsi dans le tiers inférieur de la fourchette dans laquelle il évolue depuis cinq ans.
Euro / Dollar américain	↗	↗	Avec un cours de 1,13, l'euro se trouve à peu près dans la moyenne des cinq dernières années par rapport au dollar. Nous tablons plutôt sur un revirement de tendance en 2022.

Obligations

S'agissant des obligations d'entreprise, la sélection est de mise



Taux d'intérêt de la politique monétaire et attentes du marché (Source: Bloomberg et Suisse banque nationale | graphique: Zugerberg Finanz)

Les investisseurs pensent que les taux d'intérêt directeurs seront progressivement relevés légèrement au cours des deux prochaines années. Selon toute vraisemblance, ils resteront toutefois à un niveau historiquement bas. Toutefois, cela aura un impact sur les emprunts d'État et les obligations d'entreprises. Les risques de hausse des taux d'intérêt étant prévisibles, nous restons sélectifs et privilégions les obligations d'entreprises aux emprunts d'État.

Jusqu'à-là, 2021 a été une année positive pour les obligations d'entreprises de qualité modérée, portées par le bon moral des investisseurs, des liquidités abondantes au niveau mondial et une amélioration des données fondamentales. Les émetteurs ont pu profiter directement ou indirectement des conditions monétaires exceptionnellement favorables et des plans de relance fiscale. C'est pour cette raison que les investisseurs ont généralement été récompensés pour avoir pris des risques de crédit et pénalisés pour avoir pris des risques de taux d'intérêt. Le taux de défaillance du côté des obligations d'entreprises a été exceptionnellement bas jusqu'à présent.

Pour les deux années à venir, nous pensons que la situation sera encore plus difficile. Pour les risques de taux d'intérêt, qui sont d'autant plus élevés que la durée résiduelle d'une obligation est longue, l'indemnisation est guère équitable en raison des courbes de taux plates. Et il ne faut pas oublier les risques de crédit. Comme on a pu le constater au cours des derniers jours de novembre, les marchés boursiers ne sont pas les seuls frappés par les vents contraires provoqués par les mutations du virus. Elles provoquent aussi et surtout un accroissement de la volatilité des spreads de crédit. Ces derniers sont non seulement

portés par le sentiment général d'aversion au risque mais ils peuvent aussi rapidement faire dégringoler les emprunts d'État des pays émergents comme l'Inde, la Thaïlande et l'Indonésie par exemple.

Toutefois, à court terme, cette volatilité peut aussi être le fruit de réflexions matérielles et donner lieu à un élargissement des spreads de crédit des obligations dans les secteurs de l'hôtellerie (Accor, Hilton) et du tourisme (Dufry, Hurtigruten, Color Group, MSC Croisiers). Mais ce n'est pas une raison d'être nerveux.

Se limiter aux obligations de la meilleure qualité ne serait pas judicieux. Ces obligations présentent toutes un rendement négatif à l'échéance (avant et après les impôts sur le revenu). Cela requiert donc plutôt une diversification profonde au niveau des géographies, des industries et des modèles économiques, et bien sûr aussi de la patience. Selon nous, il vaut mieux ne pas réduire les risques dans la classe d'actifs obligataire, défensive par nature, et de donner aux portefeuilles une structure plus défensive de manière générale. Mario Draghi, ancien gouverneur de la BCE, a dit un jour: «Dans une pièce sombre, on avance à petits pas». C'était durant la lutte contre la grande crise financière. On avançait dans un tunnel et on voyait à peine la lumière.

Or, actuellement, il fait plein jour. Nous sommes à l'aube d'une forte dynamique de l'économie mondiale, y compris dans les industries, les régions et les thèmes difficiles. La plupart des entreprises disposent de solides bases au niveau de leur bilan ainsi que de bonnes perspectives de rendement. Certaines profitent toujours d'un potentiel de reprise considérable en raison de la pandémie.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	↘	↘	La durée courte est appliquée chez de nombreux gestionnaires actifs qui doivent recourir à ces obligations pour des raisons réglementaires.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les spreads de crédit des obligations d'entreprises de (très) haute qualité sont trop bas pour nous permettre d'investir des volumes importants dans ce segment.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Les spreads de crédit semblent à nouveau plus généreux et offrent un bon rapport risque-rendement à ceux qui ne veulent pas se contenter d'évoluer sur la courbe des taux.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Poursuite de la hausse des rendements actuariels en novembre

Ces deux solutions obligataires, qui constituent un élément central de nos stratégies sur toutes les classes d'actifs, ont affiché des résultats légèrement négatifs, après avoir évolué dans un contexte d'aversion au risque vers la fin du mois, comme toutes les obligations d'entreprises. Le fonds défensif Zugerberg Income Fund a reculé de 0,3 % en novembre. Le Credit Opportunities Fund, qui est axé sur les primes de risque de crédit, a affiché dernièrement une baisse de 1,1 %.

Ces deux solutions obligataires ont été majoritairement en hausse au mois de novembre. La sensibilité au variant Omicron a donc été intéressante. Dans le Zugerberg Income Fund, dont la notation moyenne est «BBB», les risques de taux d'intérêt et de crédit sont bien équilibrés, tandis que le Credit Opportunities Fund, qui met l'accent sur les risques de crédit, a été davantage touché par la hausse de la volatilité due à Omicron.

Pour le Zugerberg Income Fund, dont la notation moyenne reste toujours dans la catégorie «investment grade», nous avons récemment effectué un nouvel achat typique en acquérant une solide obligation subordonnée tout en nous protégeant du risque de change: l'assureur Zurich Insurance a levé 500 millions de dollars sur le marché des capitaux avec un coupon de 3,5 %. Si cette obligation n'est pas remboursée en février 2032, le coupon augmentera automatiquement de 1,0 %. Nous achetons de telles obligations (en l'occurrence avec une notation élevée de A+) dans nos fonds obligataires, car le volume minimal négociable s'élève à 200'000 dollars et ne peut donc être mis à la disposition des investisseurs privés que moyennant une large diversification en raison de la complexité des mécanismes sous-jacents.

Force est de constater que notre discipline et notre analyse minutieuse nous permettent toujours d'intégrer dans nos portefeuilles des obligations avec un rendement positif et solide. La recherche est fastidieuse mais pas impossible. Nous avons également ajouté des obligations

durables du fabricant de médicaments génériques Teva et du fournisseur d'énergie espagnol Iberdrola. Novembre a été un mois mouvementé, marqué par une série de transactions avec des achats et des ventes. Nous avons notamment intégré des obligations solides de Storskogen (cf. le rapport mensuel de novembre), de British Telecommunication, de l'entreprise familiale allemande Schaeffler, de l'infrastructure aéroportuaire scandinave Swedavia ainsi que de l'assureur-vie néerlandais Lifetri.

Dans le fonds Credit Opportunities, certaines positions ont également été réduites et d'autres augmentées. L'obligation de la compagnie de croisières MSC, dont le siège se situe à Genève, a été remboursée. En contrepartie, nous avons investi, dans une moindre mesure, dans le «navire postal» norvégien Hurtigruten. Après deux années douloureuses marquées par la pandémie qui, d'après nos calculs, ont grevé le résultat de plus de 400 millions d'euros, Hurtigruten devrait enfin sortir de la crise. Les actionnaires ont récemment apporté 75 millions d'euros en obligations subordonnées afin de combler le manque de liquidités. L'entreprise attend toutefois le «bon» moment pour effectuer un tour de refinancement plus important avant la mi-2023. Il s'agira alors d'une obligation «verte».

L'exemple d'Hurtigruten illustre tout à fait le besoin de rattrapage dans l'industrie du voyage. Nous pensons que, malgré le revers de la reprise dû au virus, la demande de voyages et d'aventures fera son retour et sera peut-être renforcée par le besoin de rattrapage et l'augmentation de l'épargne privée. Les pré-réservations pour 2022 ont augmenté d'environ 15 % par rapport à la même date il y a deux ans. Nous sommes d'avis que l'obligation bénéficie de la position dominante de Hurtigruten sur le marché des croisières d'expédition et des voyages d'aventure, ainsi que des perspectives à long terme de ce secteur en forte croissance.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement en 2021 (depuis le début de l'année)	+0,2 %	+5,4 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	+2,4 % (+0,7 %)	+35,3 % (+3,4 %)
Quantité de mois de performance positive:	66 %	69 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	209 pb (+34 pb)	550 pb (+43 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 immeubles de rapport résidentiels restent intéressants



Immeubles collectifs (Photo: Andreas Busslinger)

Les prix du marché des immeubles de rapport résidentiels se sont stabilisés, tandis que les prix des logements en propriété ont continué à augmenter en Suisse. En particulier dans les solutions de libre passage Zugerberg Finanz orientées sur le long terme, nous détenons quelques participations dans des immeubles collectifs modernes bien situés, qui continuent de rapporter un rendement brut compris entre 4,0 % et 4,5 %, ce que nous considérons comme intéressant.

Les marchés immobiliers en Suisse et à l'étranger sont très hétérogènes, ce qui ne permet pas de dresser un tableau homogène. La recherche d'options de rendement individuelles est laborieuse et nécessite un réseau intelligent. Les activités de Partners Group dans le domaine du «private real estate», par exemple, sont particulièrement remarquables. Des centaines d'appels téléphoniques sont passés chaque mois pour savoir si l'on est prêt à vendre, juste pour être dans le bon timing et, si nécessaire, conclure une transaction en quelques jours.

Le véhicule que nous utilisons dans nos solutions de libre passage a réalisé un rendement élevé de 11,1 % au cours des douze derniers mois. En octobre, environ 1800 logements ont été achetés par un particulier dans une zone urbaine de Houston, au Texas. Comme les loyers sont inférieurs d'environ 10 % aux conditions comparables du marché et qu'il existe un potentiel de plus-value considérable grâce aux rénovations des logements et des environs, cette opportunité a été saisie. Parallèlement, une grande partie d'une résidence attrayante située à Shenzhen, en Chine, au nord de Hong Kong, a été vendue. Cette procédure globale est certes coûteuse, mais les rendements nets réalisés sont à peine réalisables sur le marché suisse de l'immobilier de rapport.

Dans ce domaine, nous sommes notamment investis dans une fondation

de placement qui a acquis des biens immobiliers, notamment à Saint Gall, Thalwil, Herisau, Soleure et Kradolf. Ce sont de très bons emplacements au niveau local ou régional, ce qui explique que tous les appartements soient loués. Les immeubles existants ont, d'une part, des perspectives de rendement durables et, d'autre part, un potentiel de développement à moyen terme. Nous restons convaincus que, même dans le contexte de marché actuel, il est possible d'identifier des investissements immobiliers offrant beaucoup d'opportunités pour les investisseurs à long terme et qui dégagent un cash-flow net sensiblement supérieur à 3 %.

En complément de l'immobilier national et étranger, nous affectionnons toujours les entreprises d'infrastructure. Nous mettons l'accent sur les entreprises concessionnaires qui sont capables de réagir à une hausse de l'indice des prix à la consommation en augmentant leurs frais de manière analogue. Les valeurs d'infrastructure offrent donc une protection inhérente contre l'inflation et sont considérées comme très attractives pour ceux qui craignent une hausse durable de l'inflation.

Selon sa présidente Christine Lagarde, la Banque centrale européenne (BCE) ne va toutefois pas inverser la tendance des taux d'intérêt malgré la hausse de l'inflation. «A une époque où le pouvoir d'achat est déjà réduit par la hausse des coûts de l'énergie et du carburant, un resserrement inapproprié représenterait un vent contraire injustifié pour la reprise», a-t-elle estimé. Le Conseil des gouverneurs de la BCE, qui se réunira le 16 décembre à l'occasion de sa prochaine réunion de politique monétaire «avec patience et persévérance» même après la fin de la situation d'urgence liée à la pandémie.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→	→↗	Les crédits hypothécaires à long terme ont encore baissé au mois de novembre. Une baisse provoquée par Omicron.
Surfaces de vente et de bureaux CH	↘	→	Après l'élargissement des primes de risque pour les bureaux, le marché respectif redeviendra plus attractif à moyen terme. Des concepts d'espaces flexibles sont nécessaires.
Fonds immobiliers CH	→	→	La plupart des fonds immobiliers suisses ont toujours un agio élevé et dégagent un faible cash-flow, nettement inférieur à 3 %.
Infrastructures	↗	↗	Les exploitants et les sociétés de services autour des infrastructures aéroportuaires ont subi des pertes massives vers la fin du mois. Des pertes que nous jugeons exagérées.

Actions

Rendement des bénéfices convaincant pour les actions suisses



Le rendement des bénéfices sur le marché boursier suisse, SMI (Source: Bloomberg | graphique: Zugerberg Finanz)

Nous voulons neutraliser quelque peu l'aversion au risque de ces derniers jours en rappelant que les phases de volatilité ne nous effraient pas. Il faut garder à l'esprit qu'il n'existe toujours aucune alternative fondamentale à un panier d'actions sélectionné de manière disciplinée pour les placements à long terme. Celui-ci génère un rendement bénéficiaire supérieur de plus de 5 % à celui des emprunts d'État.

Compte tenu de l'écart important avec le rendement des obligations de la Confédération à dix ans, les actions suisses restent attractives. Le rendement des bénéfices ne se content pas de dépasser largement celui des obligations de la Confédération. La qualité des gains s'est également améliorée ces derniers temps et, grâce à la phase de reprise économique pluriannuelle dans laquelle nous nous trouvons, les perspectives de bénéfices se sont également améliorées.

En même temps, nous tenons à souligner l'importance que nous accordons à une sélection disciplinée. En novembre, par exemple, parmi les cinq plus grands perdants, dont le cours a chuté d'au moins 4 % jusqu'à la fin du mois, nous étions investis dans une seule entreprise (Zurich Insurance). Par contre, nos investissements dans les gagnants (Sika, Swiss Life, Richemont) étaient bien plus grands.

Quoi qu'il en soit, il ne faut pas se baser sur un seul mois. A chaque fois que nous examinons les modèles économiques, nous tenons compte non de la stabilité financière, mais aussi et surtout de la position relative sur le marché et de la résilience conjoncturelle. Étant donné nous tablons sur une légère augmentation de la volatilité au cours des prochains trimestres, nous ne sélectionnons que les entreprises convaincantes à moyen et long terme en nous basant sur des critères quantitatifs et qualitatifs.

Nous sommes prudents vis-à-vis des valeurs de croissance dont les ratios cours/bénéfices sont très élevés. Les turbulences sur les marchés boursiers peuvent être de mauvais augure pour les valeurs de croissance, celles-ci étant généralement (très) sensibles aux hausses de taux d'intérêt et à l'expiration des plans de relance des banques centrales. De tels scénarios auraient théoriquement un impact négatif sur la valeur actualisée des bénéfices futurs de l'entreprise.

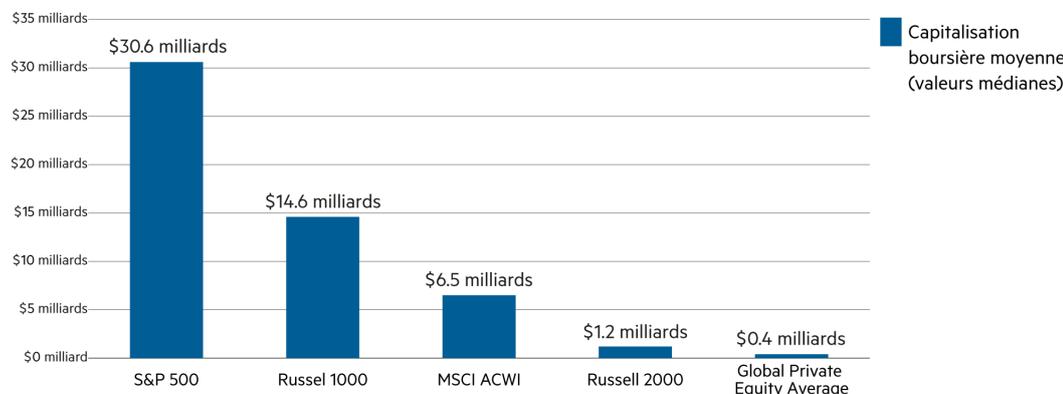
En ce qui concerne les marges, nous tenons également compte de l'influence du marché du travail. Dans les entreprises asiatiques (par exemple les actions indiennes), les charges de personnel jouent généralement un rôle très faible. Aux États-Unis, par contre, le marché du travail revêt un caractère bien plus important pour l'évolution des marges. Des grèves difficiles y ont eu lieu récemment (par exemple chez le fabricant de machines agricoles John Deere). Comme l'administration Biden envisage de renforcer le dynamisme économique avec son paquet d'infrastructures d'un billion de dollars pour moderniser les ponts, les routes et les voies ferrées, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée pourrait encore s'accroître.

En revanche, dans la zone euro, les difficultés de recrutement dans certains secteurs se sont atténuées. Par ailleurs, le renforcement des investissements en équipements (en particulier dans l'automatisation et la robotique) permet une adaptation structurelle des procédés de production et, au final, une amélioration de la productivité, allant de pair avec une diminution du travail salarié. Voilà pourquoi il ne faut pas s'attendre à une «éruption soudaine» d'une spirale prix-salaires en 2022 en Europe. Au contraire, les marges devraient augmenter face à la hausse des chiffres d'affaires et les bénéfices des entreprises devraient s'accroître de manière plus que proportionnelle.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	En novembre, le SMI (+0,4 %) a affiché une grande disparité entre les gagnants (notamment Sika +16 %, Swiss Life +5 %) et les perdants (Zurich Insurance, CS -7 % chacun).
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	L'Euro Stoxx 50 a fortement reculé au mois de novembre (-4,4 %), mais il affiche toujours une performance annuelle de +13,8 %. Le CAC40 français se situe même à +20 %.
Actions Etats-Unis	↗	↗	En novembre, le Dow Jones a perdu (-3,7 %) presque tout ce qu'il avait gagné en octobre, un mois qui avait été fort. Il affichait +13,4 % à la fin du mois.
Actions Pays émergents	↗	↗	Les indices boursiers chinois ont atteint un nouveau plus bas annuel en novembre. Le Hang Seng se situait à -13,5 % à la fin du mois, le CSI 300, plus large, à -5,5 %.

Placements alternatifs

Les actifs sur les marchés privés sont source de diversification



Capitalisation boursière moyenne dans les différents indices, valeurs médianes (Source: FTSE, MSCI, S&P, Pitchbook 10/2021 | graphique: Zugerberg Finanz)

L'univers des placements sur le marché privé est très large, et les dimensions possibles des actifs peuvent donc être très variées. L'allocation d'actifs dans les placements sur le marché privé connaît actuellement une forte hausse chez les investisseurs institutionnels, les arguments en faveur de leur ajout dans une solution regroupant plusieurs classes d'actifs étant convaincants. Ils ont pour gros avantage que l'on peut obtenir une diversification de l'économie réelle.

Si l'on observe la capitalisation boursière moyenne des entreprises figurant dans l'indice américain S&P 500, celle-ci se situe autour de 30 milliards de dollars. Dans l'indice boursier mondial MSCI All-Country World, la capitalisation boursière est de 6,5 milliards de dollars. Dans l'environnement mondial du private equity, la taille typique d'une entreprise est de 0,4 milliard de dollars. Cela signifie que le private equity permet d'accéder à un univers d'entreprises qui n'est pas accessible avec les placements typiques de type public equity comme Nestlé ou Roche et qui présente généralement une dynamique de croissance plus forte.

Nous suivons de près cette classe d'actifs depuis plus de 20 ans et avons d'ores et déjà publié plusieurs articles et ouvrages à ce sujet. Nous pensons qu'il est extrêmement important que cette classe d'actifs, autrefois jeune, soit aujourd'hui plus «mature». Certes, des erreurs ont été commises par le passé, mais on en a rapidement tiré les leçons. Tout le secteur est devenu bien plus professionnel sur ce point. Le développement fulgurant au cours des deux dernières décennies de Partners

Group, figure de proue suisse dans le secteur des gestionnaires d'actifs sur le marché privé, en est un bon exemple.

La gestion des investissements individuels sur le marché privé (private equity, private debt, private infrastructure, etc.) et des co-investissements est trop complexe pour un investisseur privé. Les actifs étaient perçus parfois comme exotiques ou réservés à une clientèle très aisée. Mais un thé Lipton, une bouteille de ketchup Heinz ou un cheval du fabricant de jouets allemand Schleich sont-ils «alternatifs»? Pour nous, il est important de permettre aux investisseurs individuels d'accéder à cette classe d'actifs intéressante dans le cadre d'un mandat de gestion de fortune.

Néanmoins, cela implique un horizon de placement plus long. S'il ne dépasse pas les cinq ans, nous n'y ajoutons pas d'actifs privés. En revanche, dans les classes de risque 4 et 5, où l'horizon de placement est typiquement de dix ans au minimum, l'allocation d'actifs peut atteindre 10 % et plus. Nous veillons à une large diversification, sans pour autant réduire les perspectives de rendement supérieur à la moyenne.

D'importants progrès ont aussi été réalisés récemment en ce qui concerne les critères ESG des actifs privés. Par exemple, pour chaque investissement réalisé par Partners Group, les objectifs ne sont pas uniquement financiers. Des «indicateurs de performance clés» ambitieux et mesurables dans les domaines de l'environnement, du social et de la gestion sont également déterminés sur une ligne de temps contraignante.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	↗	↗	L'évolution des prix s'est accélérée vers la fin du mois en raison du variant Omicron. Les prix du pétrole brut ont chuté de plus de 20 % depuis le pic du 10 novembre.
Or / Métaux précieux	→↗	→	Même le prix de l'or a beaucoup reculé après le 10 novembre (1860 dollars l'once), atteignant 1770 dollars l'once à la fin du mois et affichant un manque de résistance à la crise.
Insurance-Linked Securities	→↗	↗	Nous sommes réticents à l'égard des solutions ILS classiques, et nous nous efforçons de trouver des moyens intelligents pour obtenir des rendements positifs à partir des risques d'assurance.
Private Equity	↗	↗	Nous affectionnons toujours les investissements diversifiés sur le marché privé, qui comprennent non seulement le private equity, mais aussi le private debt et le private real estate.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)	Performance annuelle (en CHF)					
		30.11.2021	11/2021	2021 YTD	2020	2019	2018
Actions							
SMI	CHF	12'159.7	+0.4%	+13.6%	+0.8%	+26.0%	-10.2%
SPI	CHF	15'533.0	-0.5%	+16.5%	+3.8%	+30.6%	-8.6%
DAX	EUR	15'100.1	-5.3%	+5.6%	+3.5%	+20.9%	-21.3%
CAC 40	EUR	6'721.2	-3.2%	+16.5%	-7.4%	+21.8%	-14.4%
FTSE MIB	EUR	25'814.3	-5.5%	+11.4%	-5.4%	+23.6%	-19.3%
FTSE 100	GBP	7'059.5	-5.0%	+10.4%	-19.2%	+14.7%	-16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'063.1	-5.9%	+10.0%	-5.4%	+20.3%	-17.6%
Dow Jones	USD	34'483.7	-3.4%	+17.1%	-1.8%	+20.3%	-4.7%
S&P 500	USD	4'567.0	-0.5%	+26.4%	+6.5%	+26.7%	-5.4%
Nasdaq Composite	USD	15'537.7	+0.6%	+25.3%	+31.6%	+33.0%	-3.0%
Nikkei 225	JPY	27'821.8	-2.5%	-3.6%	+11.6%	+17.8%	-9.3%
Sensex	INR	57'064.9	-3.6%	+20.8%	+3.4%	+10.0%	-2.0%
MSCI World	USD	3'101.8	-1.9%	+19.9%	+4.5%	+23.1%	-9.6%
MSCI EM	USD	1'212.4	-3.8%	-2.4%	+6.1%	+13.5%	-15.8%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	176.7	+1.0%	-2.1%	+3.5%	+3.7%	-0.4%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	212.8	+0.1%	-1.8%	+6.4%	+8.7%	-4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	306.2	-1.0%	+1.3%	+4.7%	+10.5%	-5.1%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	308.2	-1.1%	-3.5%	+4.3%	+9.0%	-5.2%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	195.2	+2.3%	-2.8%	+2.1%	+4.4%	+0.7%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	168.7	+0.7%	-2.9%	+6.3%	+3.3%	-2.4%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	217.2	+1.7%	-2.2%	+4.6%	+6.2%	+0.6%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	186.4	+0.7%	-0.2%	+0.5%	+2.4%	-0.3%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	223.8	0.0%	-2.0%	+8.0%	+10.7%	-5.7%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	616.2	-1.1%	+2.4%	+5.1%	+10.5%	-5.3%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	181.1	+0.2%	-1.1%	+2.4%	+5.8%	-1.7%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	291.1	-0.5%	+2.4%	+2.1%	+10.9%	-4.2%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	52'424.0	+0.0%	-3.0%	+14.6%	+16.4%	-1.6%
Commodity Index	USD	95.8	-7.0%	+27.6%	-11.6%	+3.7%	-12.2%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'578.2	+1.4%	+3.3%	+13.0%	+21.7%	-4.4%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1'424.1	-0.1%	+8.2%	-2.2%	+6.8%	-5.8%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.9189	+0.3%	+3.8%	-8.4%	-1.6%	+0.8%
Euro / franc suisse	CHF	1.0416	-1.6%	-3.7%	-0.4%	-3.5%	-3.8%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.8119	+1.1%	-5.2%	-3.8%	-0.6%	+3.6%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.2218	-2.5%	+1.0%	-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 indiquées 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.