



## La dynamique de l'économie mondiale continue sur sa lancée



**Economie mondiale:** L'économie mondiale se porte toujours très bien, affichant une croissance réelle légèrement plus forte que l'année précédente. Les pôles de croissance pour les années 2017 à 2019 restent la Chine avec environ 6,5% de croissance et l'Inde avec 7,3%. Les États-Unis sortent progressivement de leur phase de ralentissement et connaîtront, dans l'ensemble, une croissance similaire à celle en Europe (2,5%).

**Obligations:** Les rendements ne resteront pas indéfiniment aussi bas que ces dernières semaines en Suisse et en Europe. Aux États-Unis, les bons du Trésor à deux ans offrent à nouveau un taux de 2,5% et ceux à dix ans même de 3,0%. Compte tenu de la croissance persistante en Europe et en Suisse, nous connaissons une fois encore une augmentation des salaires et une hausse des taux d'inflation, qui s'accompagneront d'un relèvement des taux d'intérêt.

**Immobilier et infrastructures:** Dernièrement, l'intérêt envers les infrastructures s'est sensiblement accru. Dans un sondage réalisé parmi les plus gros investisseurs au monde, ce thème fait l'objet d'une attention croissante. Il s'agit de l'une des classes d'actifs qui sera élargie dans les années qui viennent car elle permet de profiter de la tendance du vieillissement de la population mondiale, par exemple, dans le secteur des infrastructures sociales (hôpitaux, maisons de retraite).

**Actions:** A la fin du mois, le Swiss Market Index (SMI) était inférieur de 10% par rapport au début de l'année. Or, les perspectives et les carnets de commande ainsi que le taux d'utilisation des capacités de nombreuses entreprises se sont améliorés. Voilà pourquoi nous avons tiré parti de l'actuel ralentissement sur le marché pour relever modérément la part d'actions durant les premiers jours de juin. Ainsi, les portefeuilles profiteront largement de ce début de reprise.

**Placements alternatifs:** Une fois encore, les placements sur les marchés privés, où nos attentes en matière de rendement sont plus élevées que chez les placements en actions, se sont montrés relativement stables en termes de valeur. Le fonds que nous avons sélectionné ne présente que peu de fluctuations en franc suisse depuis le début de l'année et est négocié quasiment à la même valeur qu'au début de l'année.

**Devises:** La zone euro affiche des taux de croissance réelle robustes, et son financement du budget est solide. Le ratio d'endettement des pays de la zone euro est en baisse constante, tandis que l'emploi et la consommation augmentent. Les faits révèlent que l'euro restera une monnaie forte et stable.

## Résumé

Classe d'actifs	3 à 6 mois	12 à 24 mois	Estimations
Liquidités	➔	➡	Le taux de liquidités a été réduit afin de profiter des cours bas.
Obligations	➔	➡ / ➤	Les obligations de la Confédération à dix se sont enlisées dans les négatifs (rendement à échéance de -0,1%). En conséquence, les risques de hausse des taux ont augmenté.
Immobilier / Infrastructures	➔ / ➤	➡ / ➤	La part d'infrastructures reste pour le moment inchangée à 10%. Nous voyons là un placement à long terme intéressant avec une protection contre l'inflation inhérente.
Actions	➤	➤	En particulier durant la deuxième moitié du mois de mai, les places boursières du monde entier ont beaucoup souffert des frasques politiques et des différends commerciaux.



## Macroéconomie: Une économie européenne qui résiste aux crises



L'économie mondiale se porte toujours très bien, affichant une croissance réelle (3,9%) légèrement plus forte que l'année précédente. Les pôles de croissance pour les années 2017 à 2019 restent la Chine avec environ 6,5% de croissance et l'Inde avec un taux de croissance plus élevé de 7,3% mais à un niveau plus bas. Les États-Unis sortiront probablement de leur phase de ralentissement et connaîtront dans l'ensemble une croissance similaire à celle en Europe (2,5%). Les pays participant le moins à l'économie mondiale sont le Brésil et la Grande-Bretagne (1,5%), ainsi que le Japon (1,3%) et l'Afrique du Sud (0,8%). Aucune économie importante ne se trouve au bord de la récession.

L'Europe en particulier fait preuve de robustesse. L'emploi et la croissance augmentent continuellement, et malgré la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, la pression sur les salaires ne se fait pas sentir partout. L'actuelle inflation basse n'est pas uniquement

le fruit de la politique monétaire expansionniste crédible, poursuivie par la Banque centrale européenne (BCE). La mondialisation, la digitalisation et divers changements sur le marché du travail, comme la diminution de l'influence des syndicats et la progression du travail à temps partiel, ont pour effet de freiner l'inflation. La courbe de Phillips s'est plutôt aplatie, voilà pourquoi il n'est pas très osé de prédire trois à quatre années de croissance supplémentaires en Europe. L'économie européenne se trouve en plein dans une phase d'essor persistante.

Les « non-performing loans » (NPL) constituent un important indicateur macroéconomique pour l'économie européenne. Il est question de crédits bancaires qui ne sont pas honorés contractuellement par les débiteurs. Ainsi, les paiements des intérêts et les amortissements ont un retard de plus de 90 jours ou n'ont pas lieu du tout, ce qui oblige les banques à constituer des provisions et limite l'octroi de nouveaux crédits.

En période de bonne conjoncture, le volume de NPL diminue et en temps de crise, il augmente. Ces deux dernières années, le volume européen de NPL s'est sensiblement réduit. Les derniers chiffres montrent également qu'une partie considérable du volume de NPL se trouve dans les banques capables de recouvrer leurs mauvaises créances par leurs propres moyens. Seules quelques banques auront du mal à s'en remettre d'elles-mêmes; elles sont rigoureusement contrôlées et suivies par la BCE. Etant donné que la très grande majorité des banques européennes dispose à nouveau d'un portefeuille de crédits « sain », l'expansion conjoncturelle peut être soutenue par de nouveaux crédits bancaires accordés aux entreprises dynamiques. Ce sont ces observations-là qui nourrissent notre optimisme envers l'économie européenne.

## Résumé

Région	3 à 6 mois	12 à 24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	La conjoncture a quelque peu perdu de son élan au T1 2018. La consommation privée s'est accrue de 1,6% p.a. Les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 3,6%.
Zone euro / Europe	↗	↗	La situation conjoncturelle a également entraîné une hausse des recettes publiques. Le déficit budgétaire des pays européens se situe tout juste à 0,6% du PIB.
États-Unis	↗	↗	La FED doit veiller à ne pas diriger la courbe des taux dans le mauvais sens (inverse) en procédant à des hausses supplémentaires des taux: ce serait un puissant indicateur de récession.
Reste du monde	↗	↗	Les pays émergents en Asie affichent la plus forte croissance. En Amérique latine, de nombreux pays profitent de la relance en Chine, leur plus grande nation exportatrice.



## Obligations : La situation des taux se complexifie

Développement des bons du Trésor américain à 2 ans – 31/05/2011 au 31/05/2018



Cela fait désormais plus de trois ans que la Banque nationale suisse a abaissé ses taux à court terme dans les négatifs. Des taux historiquement bas en franc suisse en ont été la conséquence. La situation en Europe est similaire. Aussi, les défis sont grands dans les placements à rémunération fixe.

Les taux ne vont pas rester toujours aussi bas. Aux États-Unis, les bons du Trésor à deux ans offrent à nouveau un taux de 2,5% (cf. graphique) et ceux à dix ans même de 3,0%. Compte tenu de la croissance persistante en Europe et en Suisse, nous connaissons une fois encore une augmentation des salaires et une hausse des taux d'inflation, qui s'accompagneront d'un relèvement des taux d'intérêt.

La hausse des taux d'intérêt représentera un défi majeur sur les marchés obligataires. Il convient de s'en prémunir efficacement grâce à des solutions de fonds actives.

Pour cela, le gestionnaire de fonds doit gérer activement la durée des obligations et ainsi les risques de taux. Il existe des instruments à cet effet; c'est comme cela qu'un gestionnaire de fonds peut également gérer les risques de crédit.

Nous agissons de la sorte avec succès depuis plus de six ans dans le segment des obligations à risques importants avec le «Credit Opportunities Fund» (COF). Le fonds que nous gérons, élément standard de chaque portefeuille de Zugerberg, a pris 28% depuis son lancement en juin 2012, ce qui correspond à un rendement de 4,6% par an (net, en CHF). Ce fonds affiche donc une performance exceptionnelle depuis ces derniers mois avec la notation la plus élevée de «5 étoiles» (Morningstar), et Zugerberg Finance SA s'est vue décerner le titre de «Meilleur gestionnaire d'obligations libellées en CHF» (Citywire, 2017 et 2018).

L'autre avantage d'un fonds réside dans l'accès à des titres institutionnels, par exemple des obligations avec une valeur nominale unitaire de 200 000 CHF et plus. Dans l'ensemble, un fonds offre nettement plus d'opportunités avec parallèlement des risques gérables plus facilement.

Nous avons créé il y a quelques semaines le «Zugerberg Income Fund» (ZIF) afin d'obtenir les mêmes possibilités, la même flexibilité et donc les mêmes chances de réussite qu'avec COF, même dans le segment des meilleurs débiteurs. Le ZIF couvre le segment des obligations à qualité de crédit relativement élevée.

Nous sommes convaincus que nous sommes parfaitement parés pour affronter l'avenir avec les deux fonds à rémunération fixe COF et ZIF, et que nous pourrions pérenniser le succès de longue date de l'entreprise Zugerberg.

## Résumé

Sous-classe d'actifs	3 à 6 mois	12 à 24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Sûrement lié à une perte de valeur réelle. L'inflation dans la zone euro est revenue à 1,9% et en Suisse à 0,8%.
Obligations d'État	↘	↘	Les obligations de la Confédération à dix ans ont un taux de rendement de -0,1%, les emprunts de l'Etat fédéral allemand de +0,4%.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les primes de crédit sont redevenues on ne peut plus intéressantes dans certains segments. La gestion active d'obligations d'entreprises dans un fonds est rentable.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Les emprunts subordonnés en Europe sont de nouveau liés à un profil de risque et de rendement intéressant de manière sélective.



## Immobilier : Les infrastructures demeurent une classe d'actifs intéressante



Dernièrement, l'intérêt envers les infrastructures s'est sensiblement accru. Dans un sondage réalisé parmi les plus gros investisseurs au monde, ce thème fait l'objet d'une attention croissante. Il s'agit de l'une des classes d'actifs qui sera élargie dans les années qui viennent car elle permet de profiter de la tendance du vieillissement de la population mondiale, par exemple, dans le secteur des infrastructures sociales (hôpitaux, maisons de retraite).

Voilà ce qui explique sans doute le gain d'importance des transactions. Nordic Capital a récemment racheté l'opérateur allemand de maisons de retraite Alloheim Senioren-Residenzen pour la somme de 1,3 milliards de dollars. Il y a près d'un an, le géant allemand Fresenius a repris le plus grand groupe hospitalier privé d'Espagne Quirónsalud pour 5,8 milliards d'euros. Les vendeurs étaient la société de capital-investissement CVC Capital Partners, le PDG Victor Madera ainsi que d'autres membres de la direction de Quirónsalud. Dans la

majorité des cas, ces entreprises se trouvent dans les mains de propriétaires durables.

Les infrastructures jouent un rôle important pour les solutions Zugerberg depuis des années. Dans nos solutions basées sur les fonds, nous avons recours à des fonds liés aux infrastructures. Dans les solutions basées sur les titres individuels, nous sélectionnons d'excellents fournisseurs d'infrastructures cotés en Bourse. Certains fournisseurs, tels que les ports et les aéroports, ainsi que les gérants de routes à péage sont relativement tributaires de la conjoncture, nécessitant d'adapter l'allocation lorsqu'un essor économique se développe en une phase de ralentissement.

En revanche, le marché des maisons de retraite se caractérise par sa faible sensibilité à la conjoncture. La sélection d'un seul fournisseur, comme Orpea dans notre cas, peut très bien s'accompagner d'un risque pays. Or, ce groupe est représenté dans une vingtaine de pays, généralement avec des établissements d'un ordre de grandeur de

100 lits. Des conditions parfaites pour bénéficier d'économies d'échelle positives. Les établissements de grande taille présentent généralement des économies d'échelle négatives (états-majors trop grands, inefficacité des réunions, stagnation due aux projets, etc.). Orpea a une capitalisation boursière de 7,2 milliards d'euros et atteint son record historique ces derniers jours.

Nous misons aussi sur une autre entreprise dans nos solutions basées sur les titres individuels: Atlantia. Basé à Rome (aéroport de Rome et diverses routes à péage en Italie, entre autres), le groupe est en phase de devenir un fournisseur mondial d'infrastructures sous la pression exercée par la famille actionnaire de référence Benetton (30,2% de la totalité des actions). Il a acquis des parts considérables du fournisseur espagnol Abertis, dont la position de leader dans le segment des routes à péage est garantie par des contrats de concession à long terme.

## Résumé

Sous-classe d'actifs	3 à 6 mois	12 à 24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	➔	➘	Les taux bas, les swaps en baisse et la chute des courbes des taux forward créent une situation idéale pour investir dans des hypothèques à taux fixe avec superb conditions.
Surfaces de vente et de bureaux CH	➔	➘	La situation sur le marché demeure complexe malgré la croissance réelle de l'économie suisse. A moyen terme, les perspectives se sont assombries.
Fonds immobiliers CH	➘	➘	Les fonds immobiliers seront les plus touchés par la hausse des taux d'intérêt en 2019/2020 - la prudence est donc de rigueur!
Infrastructures	➔	➔	Les actifs d'infrastructures sont souvent dotés d'une protection contre inflation dans leurs contrats de concession, autorisant des hausses de prix.



## Nous avons profité de l'affaiblissement du marché



A la fin du mois, le Swiss Market Index (SMI) était inférieur de 10% par rapport au début de l'année. Or, les perspectives et les carnets de commande ainsi que le taux d'utilisation des capacités de nombreuses entreprises se sont améliorés. L'augmentation des flux de dividendes symbolise, au printemps, l'esprit de renouveau dans certaines entreprises. Pour nous, l'essentiel a été que la baisse générale des cours n'était pas due à des facteurs liés aux entreprises mais aux circonstances politiques, qui se sont aggravées en particulier au mois de mai.

Les conflits commerciaux entre les États-Unis et la Chine se sont envenimés, et le géant électronique chinois ZTE a été contraint de mettre la clé sous la porte sous le poids de la pression américaine. Suite à la hausse des taux américains, plusieurs pays émergents, dont la balance des opérations courantes est faible, ont été emportés par

une vague baissière (Argentine, Turquie), tandis que d'autres ont été la cible de nouvelles sanctions (Russie, Iran). En Europe, les incertitudes autour des gouvernements espagnol et italien sont venues s'y ajouter – et tout à coup, la performance d'avril a fondu comme neige au soleil.

Le mois de mai a été très sombre en Europe, au même titre que dans les pays émergents: le SMI s'est érodé de 4,8%, l'indice boursier allemand (DAX) de 4,1%, le CAC 40 français de 6,1 % et le FTSE MIB italien de 12,8% (converti en franc suisse, seul l'euro s'étant déprécié de 3,7 % en l'espace d'un mois). Le Sensex indien s'est montré stable avec -1,2%, tandis que l'indice général des pays émergents MSCI Emerging Markets a baissé de 1,7%.

Selon nous, l'affaiblissement du SMI (8457 points fin mai après 9382 points au début

de l'année) est de nature temporaire. Les faits au niveau des entreprises reprendront bientôt le dessus sur les gros titres politiques, c'est pourquoi nous estimons que l'actuel niveau de valorisation est guère problématique compte tenu de l'accélération de l'économie mondiale.

En tant que gérant de fortune actif, nous avons tiré parti de l'actuel ralentissement sur le marché pour relever modérément la part d'actions durant les premiers jours de juin. Alors qu'elle avoisinait 31% dans la classe de risque 2 par exemple (de 0% à 40% d'actions), elle se situe désormais à 34%. Dans la classe de risque 3 (de 0% à 60%), la part d'actions a été relevée de 43% à 47% en fin de mois. Nous avons procédé de la même façon dans les solutions Zugerberg basées sur les fonds. Ainsi, les portefeuilles pourront profiter largement de ce début de reprise.

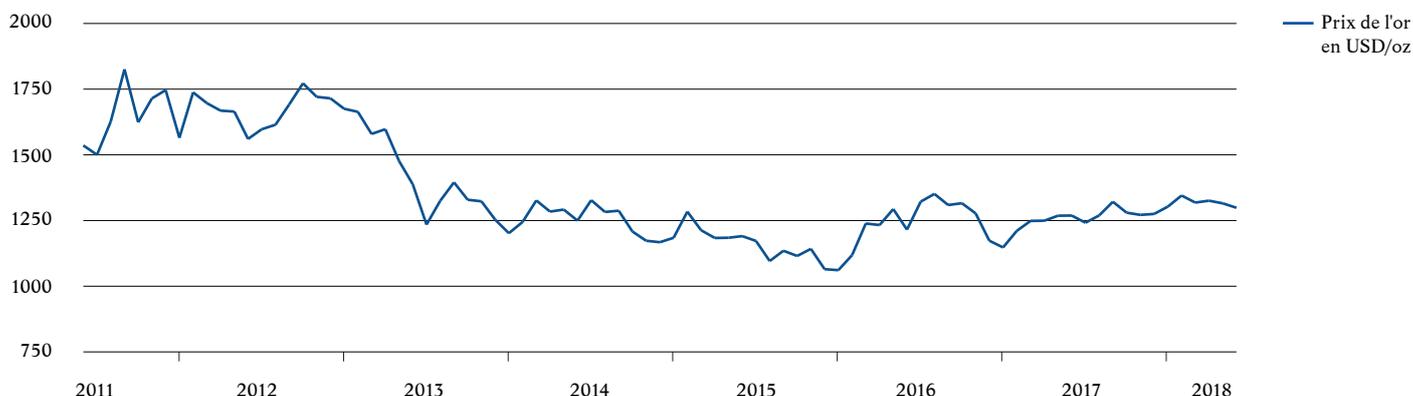
## Résumé

Sous-classe d'actifs	3 à 6 mois	12 à 24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	A partir de juin, le franc suisse devrait à nouveau se déprécier jusqu'à la fin de l'année et favoriser l'évolution des bénéfices des entreprises suisses.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Suite à un mois de mai difficile, nous sommes convaincus que les placements risqués dans les entreprises européennes en développement porteront leurs fruits.
Actions États-Unis	↗	➔	Les perspectives des actions représentatives du marché boursier américain sont fondamentalement différentes par rapport au secteur informatique en forte croissance.
Actions Pays émergents	↗	↗	Des investissements sélectifs comme dans l'Inde, la nation du G20 affichant la plus forte croissance, ne sont pas judicieux à long terme compte tenu des valorisations modérées.



## Placements alternatifs: L'or ne brille pas en tant qu'investissement

Evolution du prix de l'or en dollars US par once – 31/05/2011 au 31/05/2018



### Placements alternatifs

S'agissant des placements alternatifs, certains investisseurs privilégient l'or comme monnaie refuge en cas de crise. Si l'on se réfère à l'évolution du prix de l'or, nous ne sommes pas en phase de crise. Le prix de 1298 dollars l'once se situe légèrement en dessous de la valeur en début d'année et est plus bas d'environ 30% qu'au milieu de la crise de l'euro en 2011. Les calculs n'incluent pas les coûts de réserve de valeur qu'il ne faut pas sous-estimer, que ce soit dans un coffre-fort ou comme titre avec le droit de l'échanger contre de l'or sous forme physique.

Une fois encore, les placements sur les marchés privés, où nos attentes en matière de rendement sont plus élevées que chez les placements en actions, se sont montrés

relativement stables en termes de valeur. Le fonds que nous avons sélectionné ne présente que peu de fluctuations en franc suisse depuis le début de l'année et est négocié quasiment à la même valeur qu'au début de l'année.

### Monnaies

La BCE vient de souffler ses vingt bougies et lors de sa création, certains pensaient que l'union monétaire n'était qu'une expérience vouée à l'échec. Pourtant, elle nous rappelle plutôt l'expérience de la goutte de poix lancée il y a 90 ans à l'Université du Queensland. Un professeur avait fait couler un échantillon de poix chaude dans un entonnoir et l'avait laissé refroidir. Trois ans après, il a ouvert l'entonnoir et attendu la première goutte. A ce jour, neuf gouttes

sont tombées de l'entonnoir. Cette expérience, toujours en cours, est entrée dans le livre Guinness des records comme « la plus longue expérience en laboratoire fonctionnant en continu au monde ». Certains la qualifient aussi d'expérience « la plus enuyante » au monde. L'expérience a une forte corrélation avec l'euro. L'union monétaire n'est nullement une expérience enuyante. L'euro n'est pas faible, il est resté tout le temps plus fort que l'actuelle monnaie dominante du monde, le dollar américain.

La première goutte de l'euro est tombée durant la crise de 2010/11. Et maintenant, c'est peut-être la deuxième goutte qui est en train de s'écouler avec la formation du nouveau gouvernement en Italie. Mais tous les faits révèlent que l'euro restera une monnaie forte et stable.

## Résumé

Sous-classe d'actifs	3 à 6 mois	12 à 24 mois	Estimations
Matières premières	↗	➡	Depuis le début de l'année, le Commodity Index a progressé de 4,1% et même de 0,8% en mai. Cela reflète la force positive de la croissance réelle de l'économie mondiale.
Or / Métaux précieux	➡	↘	Le mois dernier, l'or a reculé de 1,8% en franc suisse malgré le climat de crise. Son statut de placement à l'épreuve des crises a disparu.
Insurance-Linked Securities	↗	↗	La saison des tornades a démarré aux États-Unis, et il faut s'attendre à tout moment à des dégâts considérables. Voilà pourquoi nous n'avons plus d'actions Swiss Re.
Private Equity	↗	↗	Le portefeuille de parts dans des entreprises non cotées a créé un effet de diversification stabilisant et bienfaisant durant ce mois de mai turbulent.
Euro / Franc suisse	↗	↗	L'appréciation de l'euro par rapport au franc suisse s'est arrêtée brutalement en mai (-3,7%). L'euro est temporairement négocié un peu moins cher qu'au début de l'année.
Dollar américain / Franc suisse	➡	➡	Après une phase de rebond technique, le dollar a grimpé de 0,92 à 1,01 USD/CHF. Nul ne sait à quelle vitesse aura lieu le retour dans le canal de tendance baissière.
Euro / Dollar américain	➡	↗	Ces six dernières semaines, l'euro a stoppé sa tendance haussière depuis l'élection de Trump. Toutefois, les indicateurs de tendance positifs restent inchangés.



## Évolution des mandats de gestion de fortune



### Généralités

En mai, les marchés financiers ont été en proie à d'importantes fluctuations. La formation turbulente du gouvernement en Italie et les querelles commerciales persistantes avec les États-Unis ont occupé une place dominante dans l'actualité. L'euro est passé de 1,20 à 1,15 en peu de temps. Les rendements des emprunts d'Etat italiens à dix ans sont rapidement montés à plus de 3%. La nervosité a touché d'autres marchés: les obligations à haut rendement et les valeurs bancaires en particulier ont été mises à rude épreuve. Le SMI a terminé le mois à -9,9%.

Nous n'avons pas pu entièrement échapper à la tendance négative qui dure depuis le début de l'année. Selon la stratégie, les valeurs en dépôt se situent entre 1,5% (conservateur) et 3,5% (dynamique) en dessous du niveau du début de l'année.

Les marchés connaissent régulièrement des rechutes et des phases de reprise, et ce en dépit de la croissance robuste de l'économie mondiale et de l'accroissement des bénéfices des entreprises en mains endroits. Du point de vue d'un investisseur, il est important que l'actuelle nervosité sur les marchés boursiers et obligataires ne soit pas due aux entreprises.

### Stratégies sur la base des titres individuels

En ce qui concerne les solutions basées sur les titres individuels, la baisse a été comprise entre 1,5% (R1) et 2,6% (FZR3) en mai, soit bien moins que sur l'ensemble du marché. Au vu des progrès effectués par les entreprises et de l'amélioration du climat économique, nous restons optimistes, d'où nos nouveaux achats. Par exemple, il convient de mentionner quatre nouvelles positives du côté des entreprises.

Le nouveau patron de Novartis, Vas Narasimhan, est conscient de l'importance des rapports de confiance entre le médecin et son patient. Durant les premiers mois à son nouveau poste, l'ancien directeur de

>>

## Evolution des valeurs

Stratégies sur la base des titres individuels	Mai 2018	Dep. 31/12/2017	Cumulé sur 5ans 01/01/2013 - 31/12/2017	Description
ZAM R1	-1,5% ↓	-2,1% ↓	+24,3% ↑	À partir de CHF 500 000, 0 à 20% part en actions
ZAM R2	-1,8% ↓	-1,6% ↓	+36,6% ↑	À partir de CHF 500 000, 0 à 40% part en actions
ZAM R3	-2,4% ↓	-2,0% ↓	+39,9% ↑	À partir de CHF 500 000, 0 à 60% part en actions
ZAM Z1	-2,3% ↓	-3,4% ↓	+23,4% ↑	À partir de CHF 100 000, 0 à 20% part en actions
ZAM Z2	-2,1% ↓	-3,5% ↓	+32,5% ↑	À partir de CHF 100 000, 0 à 40% part en actions
ZAM Z3	-1,9% ↓	-3,4% ↓	+38,1% ↑	À partir de CHF 100 000, 0 à 60% part en actions
ZAM Libre passage R1	-2,0% ↓	-2,2% ↓	+27,0% ↑	À partir de CHF 5000, 0 à 20% part en actions
ZAM Libre passage R2	-2,0% ↓	-2,5% ↓	+34,1% ↑	À partir de CHF 5000, 0 à 40% part en actions
ZAM Libre passage R3	-2,6% ↓	-3,4% ↓	+39,6% ↑	À partir de CHF 5000, 0 à 60% part en actions



## Évolution des mandats de gestion de fortune



recherche s'emploie à dynamiser le groupe sans ambages, ce que nous apprécions.

Le détaillant aéroportuaire Dufry a confirmé ses objectifs de croissance de 5 % à 7 %. On attend beaucoup plus de l'Asie-Pacifique.

Pour Sonova, les chances restent bonnes, et le bénéfice par action devrait progresser de 15 % environ. Le passage de 2018 à 2019 sera déterminant. C'est à ce moment-là que sera lancée la nouvelle gamme d'appareils auditifs (connectivité, rechargeabilité, audiologie).

Chez Adecco, le premier rapport trimestriel n'a pas été apprécié à sa juste valeur sur un grand nombre de points. La croissance

organique de 6 % a même dépassé légèrement le consensus.

En comparaison de l'ensemble du marché, nous sommes plutôt bien lotis depuis le début de l'année. Avec un résultat provisoire de respectivement -1,6 % et -2,0 % depuis le début de l'année dans les classes de risque R2 et R3 (à partir de 500 000 CHF), les portefeuilles s'en sortent très bien (SMI -10 %). C'est aussi le cas des stratégies Z et FZ, et ce, bien que l'augmentation de la pondération des actions suisses en mai ait été temporairement désavantageuse lors de la forte appréciation inattendue du franc suisse.

### Stratégies sur la base des fonds

S'agissant des solutions basées sur les fonds, l'évolution a été semblable à celles des solutions basées sur les titres individuels. La sélection d'actions s'est en mieux sortie, tandis que la sélection d'obligations a un peu plus souffert. Parallèlement aux obligations d'entreprises européennes, celles des États-Unis («Americayield») et des pays émergents («Emerging Markets Short Duration Bonds») ont également accusé des pertes de valeur. En fin de compte, nous sommes relativement bien lotis (par rapport au marché), même si nous ne sommes pas du tout satisfaits de la baisse actuelle. Nous tablons sur une forte relance dans le courant de l'année.

## Evolution des valeurs

Stratégies sur la base des fonds	Mai 2018	Dep. 31/12/2017	Cumulé sur 5 ans 01/01/2015 - 31/12/2017	Description
ZAM Fondspicking 30	-1,9% ↓	-3,3% ↓	+14,6% ↑	À partir de CHF 100 par mois; effet du coût moyen; À partir de CHF 5000, 0 à 30 % part en actions
ZAM Fondspicking 60	-2,1% ↓	-3,4% ↓	+22,2% ↑	À partir de CHF 100 par mois; effet du coût moyen; A partir de CHF 5000, 0 à 60 % part en actions
ZAM Fondspicking 100	-2,4% ↓	-3,6% ↓	+27,0% ↑	À partir de CHF 100 par mois; effet du coût moyen; À partir de CHF 5000, 0 à 100 % part en actions
ZAM Durabilité 20	-2,0% ↓	-3,4% ↓	+9,9% ↑	À partir de CHF 100 par mois; effet du coût moyen; À partir de CHF 5000, 0 à 20 % part en actions
ZAM Durabilité 40	-2,1% ↓	-3,2% ↓	+14,3% ↑	À partir de CHF 100 par mois; effet du coût moyen; À partir de CHF 5000, 0 à 40 % part en actions
ZAM Durabilité 100	-2,4% ↓	-3,2% ↓	+18,4% ↑	À partir de CHF 100 par mois; effet du coût moyen; À partir de CHF 5000, 0 à 100 % part en actions
ZAM 3a20	-2,0% ↓	-3,3% ↓	+16,1% ↑	À partir de CHF 100 par mois; effet du coût moyen; 0 à 20 % part en actions
ZAM 3a40	-2,1% ↓	-3,2% ↓	+20,5% ↑	À partir de CHF 100 par mois; effet du coût moyen; 0 à 40 % part en actions
ZAM 3a60	-2,1% ↓	-3,1% ↓	+26,7% ↑	À partir de CHF 100 par mois; effet du coût moyen; 0 à 60 % part en actions



Données du marché au 31/05/2018 – sur la base du franc suisse

Classe d'actifs	Cours en monnaie locale			Performance annuelle en CHF					
		31/05/2018	2013	2014	2015	2016	2017	YTD 2018	05/2018
<b>Actions</b>									
SMI	CHF	8 457,0	20,2%	9,5%	-1,8%	-6,8%	14,1%	-9,9%	-4,8%
SPI	CHF	10 164,8	24,6%	13,0%	2,7%	-1,4%	19,9%	-5,5%	-3,4%
DAX	EUR	12 604,9	27,3%	0,8%	-1,6%	6,1%	22,8%	-4,2%	-4,1%
CAC 40	EUR	5 598,4	19,8%	-2,4%	-2,0%	3,6%	19,2%	-0,2%	-6,1%
FTSE MIB	EUR	21 784,2	18,3%	-1,6%	1,2%	-10,8%	24,0%	-2,1%	-12,8%
FTSE 100	GBP	7 678,2	13,4%	2,3%	-9,6%	-2,4%	12,9%	-0,7%	-1,7%
EuroStoxx50	EUR	3 406,7	19,7%	-0,7%	-6,2%	-0,5%	16,2%	-4,5%	-7,5%
Dow Jones	USD	24 415,8	22,9%	20,3%	-1,7%	15,4%	19,7%	-0,1%	0,6%
S&P 500	USD	2 705,3	25,9%	24,6%	-0,1%	11,5%	14,3%	2,3%	1,7%
Nikkei 225	JPY	22 201,8	24,8%	5,0%	8,1%	6,7%	18,1%	2,1%	-1,2%
Sensex	INR	35 322,4	-6,2%	42,1%	-8,8%	1,1%	30,3%	-0,7%	-1,2%
MSCI World	USD	2 092,9	20,6%	15,1%	-2,2%	7,2%	15,0%	0,6%	-0,2%
MSCI EM	USD	1 120,7	-7,7%	6,7%	-16,5%	10,5%	28,6%	-2,2%	-4,2%
<b>Obligations (divers)</b>									
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	167,9	-0,3%	7,9%	-0,1%	1,7%	-0,3%	-0,7%	0,0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	189,9	-0,3%	7,2%	-1,8%	3,9%	3,2%	-2,8%	0,1%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	270,2	7,1%	2,4%	-4,3%	13,1%	5,4%	-1,8%	-0,6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	284,6	-3,7%	4,5%	-0,2%	7,2%	5,5%	-4,0%	-0,9%
<b>Emprunts d'État</b>									
SBI Dom Gov	CHF	222,0	-4,3%	9,2%	2,8%	2,1%	-0,4%	-0,8%	1,0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	158,3	-3,2%	4,7%	-0,8%	-1,1%	-0,2%	-2,3%	0,6%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	197,9	2,0%	12,8%	0,4%	2,6%	-0,3%	-0,3%	-1,2%
<b>Obligations d'entreprise</b>									
SBI Dom Non-Gov AAA-BBB	CHF	138,6	-1,8%	7,8%	1,9%	1,2%	0,3%	-0,3%	0,8%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	194,7	-2,0%	7,1%	-2,3%	3,7%	3,8%	-3,9%	0,3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	538,6	7,0%	1,9%	-6,0%	14,6%	4,9%	-1,5%	-0,3%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	170,5	2,1%	8,1%	-1,6%	4,1%	1,9%	-0,8%	-0,3%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	258,5	10,0%	5,5%	0,0%	8,5%	6,4%	-1,4%	-1,4%
<b>Placements alternatifs</b>									
Or Spot \$/oz	USD	1 298,5	-30,0%	9,7%	-9,7%	9,9%	8,6%	0,8%	-1,8%
BBG Commodity	USD	90,7	-12,1%	-7,2%	-24,3%	13,3%	-3,6%	4,1%	0,8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	1 848,4	-1,8%	14,5%	4,2%	4,9%	7,6%	-2,6%	-1,4%
HFRX Global Hedge Fund Index	USD	1 266,3	3,7%	11,2%	-3,1%	4,3%	1,5%	0,8%	0,1%
<b>Devises</b>									
Dollar / franc suisse	USD/CHF	0,9858	-2,5%	11,4%	0,8%	1,7%	-4,4%	1,2%	-0,5%
Euro / franc suisse	EUR/CHF	1,1528	1,6%	-2,0%	-9,5%	-1,5%	9,2%	-1,5%	-3,7%
100 yen japonais / franc suisse	JPY/CHF	0,9059	-19,6%	-2,0%	0,3%	4,5%	-0,7%	4,8%	0,0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	GBP/CHF	1,3109	-0,6%	4,8%	-4,9%	-14,5%	4,7%	-0,4%	-3,9%

**Clause de non-responsabilité** Les déclarations contenues dans le présent rapport mensuel reflètent l'estimation actuelle du marché par Zugerberg Finance SA. Les avis et opinions exprimés dans cette évaluation peuvent évoluer à tout moment, sans préavis. D'après nous, la présente publication repose sur des sources accessibles au public et réputées pour leur fiabilité et leur exactitude. Ces informations n'ont pas valeur de conseil ou de recommandation incitant à acheter ou à vendre des titres. Évolution 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. La performance historique de ZAM 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 ZAM 3a indiquée a été reprise de la solution de libre passage jusqu'au 31/12/2009 (lancement de ZAM 5a). L'évolution de la valeur du ZAM Z indiquée a été reprise de ZAM R jusqu'au 30/06/2014 (lancement de ZAM Z). L'évolution de la valeur de ZAM Z indiquée a été reprise de ZAM R jusqu'au 30/06/2014. L'évolution de la valeur de ZAM LP indiquée a été reprise de ZAM R jusqu'au 31/12/2013 (lancement de ZAM LP). 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. Pour tous les titres, nous rappelons que : les évolutions historiques des valeurs ne constituent en rien une garantie de voir les valeurs évoluer de la même manière à l'avenir. Nous n'accordons aucune garantie quant à l'exactitude et/ou l'intégralité des informations.

**Mentions légales** Editeur: Zugerberg Finance SA, Lüssiweg 47, 6302 Zoug, téléphone: +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finance.ch, www.zugerberg-finance.ch. Texte: Maurice Pedergnana, Timo Dainese.

© Zugerberg Finance SA, les copies (même par extraits) ne sont autorisées qu'avec mention de la source. Cours de clôture au 31/05/2018; données économiques au 31/05/2018, pronostic économiques au 31/05/2018.



ZUGERBERG FINANCE  
SOCIETE ANONYME