



(Photo : Andreas Busslinger)

## Une situation de départ intéressante

Début 2025, la situation de départ de l'économie mondiale est passionnante. Les innovations s'accroissent à un rythme élevé et s'étendent à tous les domaines de la vie économique. Déjà se dessinent des gains de productivité tels que l'on en avait plus connus depuis plus de dix ans, ce qui atténue les effets de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et des défis démographiques. Un autre point positif à relever est que le prix de la production d'énergie diminue et que le renforcement de la concurrence freine l'évolution des prix.

De plus, les faibles taux d'inflation s'accompagnent de faibles coûts de financement, ce qui amènera de nombreuses entreprises à affiner leurs modèles commerciaux en procédant à des achats et à des ventes. Cela

permettra aux entreprises leaders sur le plan de la qualité et du marché de stabiliser leurs marges à un niveau élevé. Les estimations relatives à l'évolution des bénéfices sont positives tant pour les actions nord-américaines qu'européennes.

Pour les actions suisses au sein du Swiss Market Index, on table sur un rendement moyen des bénéfices d'environ 6 % en 2025. C'est beaucoup plus que le rendement en perspective pour le Swiss Bond Index (0.7 %). Pourtant, notre sélection d'obligations continue à être un pilier important de nos portefeuilles plus défensifs, en particulier les obligations d'entreprises.

## Un dernier trimestre décevant

Pour les investisseurs suisses, le dernier trimestre de l'année s'est avéré décevant sur le marché intérieur, avec une performance fortement négative du Swiss Market Index (SMI : -4.7 %). À l'exception du DAX allemand (+3.0 %), l'ensemble des indices européens importants ont achevé l'année en zone négative. L'indice large S&P 500 (+2.4 %) et l'indice Dow Jones (+0.9 %) ont connu une évolution positive, alors que l'indice technologique américain Nasdaq (+6.4 %) a nettement progressé.

En outre, les obligations ont connu un mauvais trimestre. L'indice obligataire mondial (-2.1 % couvert en CHF et -5.1 % en dollars) a réalisé son pire rendement trimestriel depuis longtemps. À cela s'est ajoutée une hausse du dollar par rapport au franc de l'ordre de près de 7 % lors du dernier trimestre de l'année. Après une perte supplémentaire de 9 % en 2023, le dollar s'est redressé dans les derniers mois de 2024 grâce à la hausse des rendements (ce qui a fait chuter les cours des obligations). Aux États-Unis, les rendements des obligations de référence à dix ans ont augmenté de 3.8 % à 4.6 % (+0.8 %) au cours du dernier trimestre, alors qu'en Suisse ces rendements sont restés stables à 0.3 %. De même, le coût de la couverture des risques de change a également augmenté à

4.1 %, grignotant les rendements obligataires nets couverts en francs. Dans cet environnement difficile des marchés des capitaux, nous avons tenté de tirer le meilleur parti de la situation. Dans la classe de risque défensive 1 (par exemple, +2.0 % pour R1 avec une part élevée d'obligations, et +2.8 % pour le libre passage R1), la performance annuelle a certes pris fin sur une note positive, mais pas clairement.

Dans la classe de risque « équilibrée » 3 (par exemple, Revo3 avec +8.4 % depuis le début de l'année, R3 avec +9.9 %), le rendement global est marqué à près de 80 %, par l'évolution positive de la classe d'actifs « Actions ». Au dernier trimestre, la classe de risque 5, la plus dynamique (par exemple, Revo5 avec +12.2 % depuis le début de l'année), s'est fortement distinguée de la performance des solutions de dividendes dominées par le SMI (par exemple, RevoDividendes avec +7.7 % depuis le début de l'année). Revo5 comprend également des actions de croissance sans dividende du secteur technologique et des pays émergents. Un autre motif de cet écart de rendement important réside dans les actions Nestlé, dont la pondération est nettement plus élevée dans la solution de dividendes et qui ont subi des pertes importantes en 2024 (-21 % de rendement global).

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Décembre 2024	2024
Zugerberg Finanz R1	-0.3% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz R2	-0.2% ↓	+6.0% ↑
Zugerberg Finanz R3	-0.2% ↓	+9.9% ↑
Zugerberg Finanz R4	-0.3% ↓	+11.1% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.4% ↓	+11.9% ↑
Zugerberg Finanz RDividendes	-0.9% ↓	+7.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.8% ↓	+1.3% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-0.6% ↓	+5.6% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-0.6% ↓	+8.4% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-0.7% ↓	+10.7% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-0.8% ↓	+12.2% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-1.3% ↓	+7.7% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-2.8% ↓	-1.1% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-3.5% ↓	-3.0% ↓
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-4.1% ↓	-4.6% ↓

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Décembre 2024	2024
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.2% ↓	+1.1% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-0.1% ↓	+2.8% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.1% ↑	+5.2% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.2% ↑	+8.7% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-0.1% ↓	+8.2% ↑

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Décembre 2024	2024
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.8% ↓	+1.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.6% ↓	+5.6% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-0.6% ↓	+8.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-0.7% ↓	+10.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-0.8% ↓	+12.2% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-1.3% ↓	+7.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-2.8% ↓	-1.1% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-3.5% ↓	-3.0% ↓
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-4.1% ↓	-4.6% ↓

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

Macroéconomie

## 2025 sous le signe de changements importants

	 États-Unis	 Chine	 Inde	 Zone euro	 Suisse
Croissance réelle 2025e	2.6 %	3.5 %	7.0 %	1.5 %	1.8 %
Inflation 2025e	2.4 %	0.0 %	5.0 %	1.8 %	0.5 %
Croissance nominale 2025e	5.0 %	3.5 %	12.0 %	3.3 %	2.3 %

Croissance économique réelle et nominale en 2025 (Graphique : Zugerberg Finanz)

L'économie mondiale évolue sous le signe de changements rapides qui seront accompagnés de nombreux défis en 2025 et au-delà. Toutefois, nous prévoyons également en parallèle de nombreuses opportunités de placement pour les solutions de gestion active de patrimoine. Des bouleversements sont attendus dans de nombreux secteurs, qui amélioreront sensiblement la productivité grâce à l'intelligence artificielle et aux technologies y afférentes, en étroite interaction avec la main-d'œuvre humaine.

Dans les zones économiques très innovantes comme les États-Unis, les gains de productivité seront générés plus rapidement que, par exemple, dans l'espace économique européen, qui fait preuve de davantage de scepticisme en matière de technologie. Aux États-Unis, les entreprises qui dominent le marché sont également plus facilement disposées, en tant que « leaders » ou « early followers », à investir des sommes importantes dans les nouveautés. Leur présence sur le territoire européen permet de diffuser plus rapidement les connaissances relatives aux potentiels de productivité accrus. Dans un environnement concurrentiel, une entreprise ne peut pas se permettre de se fermer aux nouveautés telles que l'intelligence artificielle et technologies connexes. Le retard encouru par l'économie européenne engendre une dynamique plus faible qu'aux États-Unis, mais également une pression inflationniste plus faible.

Il y a trente ans déjà, le prix Nobel américain Paul Krugman attirait l'attention sur l'importance de la productivité : « la productivité n'est pas tout, mais sur le long terme, elle est presque tout ». L'amélioration du

niveau de vie sur le long terme ne dépend pas de la politique monétaire ou fiscale, mais de l'augmentation des performances de chaque travailleur. Lorsque, au sein d'une population vieillissante, le nombre de travailleurs diminue par rapport à la population totale, il devient d'autant plus urgent d'augmenter la performance de chaque travailleur et de chaque heure travaillée.

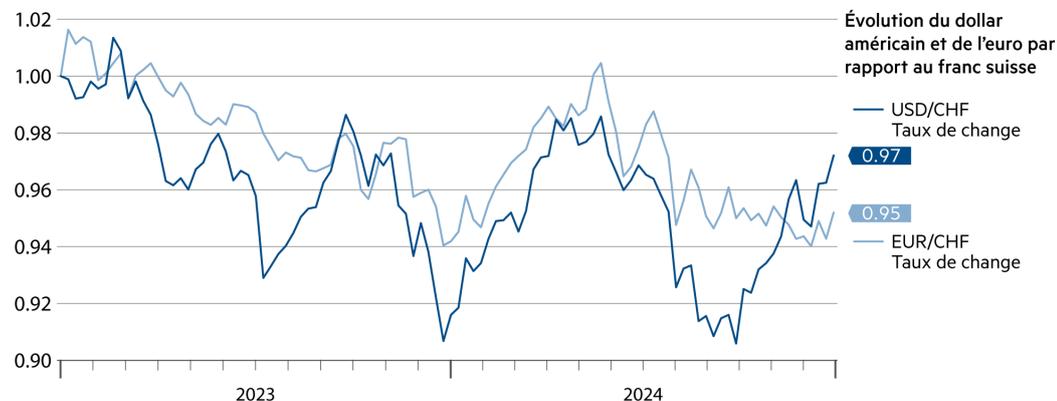
C'est pourquoi il faut s'attendre à ce que la République populaire de Chine, dont la population vieillit rapidement, se concentre également davantage sur les nouvelles technologies afin de stimuler la croissance et la prospérité. Néanmoins, les États-Unis devraient rester le centre de gravité mondial en matière d'innovation. Si l'on dispose de la propension au risque correspondante, il est possible d'investir dans la croissance nominale et réelle au moyen d'actions et de placements sur le marché privé ainsi que d'obligations d'entreprises. Les attentes en matière d'évolution des bénéfices sont positives, même dans les régions économiques qui sont un peu moins dynamiques. C'est pourquoi il est d'autant plus important d'adopter une attitude disciplinée et sélective et d'éviter certains secteurs, comme les constructeurs automobiles européens, qui présentent actuellement des risques trop élevés et des perspectives de rendement trop faibles.

En tous les cas, les marchés ont déjà anticipé beaucoup de malheurs en ce qui concerne la future politique douanière américaine de Donald Trump et ses conséquences sur la croissance économique, ce qui a étouffé les valorisations des actions européennes et suisses. Partant, il est possible qu'une reprise plus forte se produise bientôt.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	La Suisse devrait connaître une croissance de +1.5 % à +2.0 % au cours de chacune des trois prochaines années, et donc croître un peu plus fortement que les pays de la zone euro qui l'entourent.
Zone euro, Europe	↗	↗	La dynamisation de l'Europe occidentale pourrait être sous-estimée en cas de conclusion d'un accord sur l'Ukraine, suivi par des investissements dans la construction.
Etats-Unis	↗	↗	Nous considérons que les prévisions de la Fed pour les États-Unis (PIB 2025 : +2.1 %, 2026 : +2.0 %) devraient être dépassées. Le chômage devrait rester faible.
Reste du monde	↗	↗	Parmi les plus grands pays émergents, la croissance nominale de l'Inde devrait dépasser celle de la Chine d'un facteur 3. C'est très impressionnant.

Liquidités, devises

## Les taux directeurs baissent en Europe



Les deux principaux taux de change en 2023 et 2024 (Source : Bloomberg, 1er janvier 2025 | Graphique : Zugerberg Finanz)

**En raison des défis géopolitiques et économiques persistants, aucune dynamisation de la croissance économique mondiale n'est en vue. Toutefois, la conjoncture devrait bénéficier d'investissements publics et privés élevés, de dérégulations et des réductions d'impôts. En Europe, nous tablons toujours sur des marchés du travail robustes, des salaires réels en hausse et des chiffres de consommation intacts, soutenus par des taux directeurs en baisse.**

Cette année, la Banque centrale européenne (BCE) devrait quasiment diviser par deux son taux directeur de 3.0 %, ce qui engendrerait également une diminution de la valeur extérieure de l'euro et renforcerait la compétitivité. Ces deux dernières années, l'euro a perdu 4.9 % par rapport au franc.

Le dollar a connu des fluctuations bien plus importantes de son cours. En 2023, il a perdu par vagues un peu plus de 9 % par rapport au franc suisse. Il s'est rattrapé au cours des cinq premiers mois de 2024, pour tout reperdre à nouveau fin septembre. Au dernier trimestre, le dollar a gagné 8 % et n'est plus que 2 % plus faible qu'il y a deux ans. Pourtant, la pression à la dévaluation persiste et l'évolution du taux de change est loin d'avoir atteint la stabilité. Ces dernières années, le taux d'inflation a toujours été plus élevé aux États-Unis qu'en Suisse. En fonction de la méthode de mesure et de la période, la valeur moyenne du différentiel d'inflation est de 2.3 points de pourcentage. Si l'on prend la période des dix dernières années, il est ainsi possible de déduire approximativement

que le potentiel de dévaluation annuel s'élève à 2.3 % environ. Des écarts sont possibles sur le court terme, mais pas sur le long terme.

En Suisse comme dans la zone euro, l'on peut s'attendre à ce que les taux directeurs continuent à baisser. En revanche, la croissance aux États-Unis devrait être plus élevée, ce qui devrait également aller de pair avec des taux d'inflation plus élevés. C'est la raison pour laquelle les attentes de baisse des taux directeurs sont nettement moins fortes aux États-Unis, ce qui permet de déduire que le dollar devrait rester relativement vigoureux pendant quelques trimestres.

Au cours de ces dernières années, l'écart de productivité et de croissance entre les États-Unis et l'Europe s'est creusé dans tous les pays et tous les secteurs. En Suisse, le taux d'inflation est faible, et la Banque nationale suisse pourrait à nouveau abaisser son taux directeur lors de son examen de la situation économique et monétaire de mars 2025. Une telle baisse aurait pour effet de réduire quelque peu la pression structurelle à la hausse sur le franc suisse.

Nous excluons néanmoins pour l'heure des baisses plus importantes et un retour à une nouvelle période de taux directeur négatif. En Suisse, les taux d'inflation resteront faibles pour le moment. La diminution de 10 % en moyenne des prix de l'électricité devrait faire baisser le taux d'inflation de 0.2 point de pourcentage. A cela s'ajoutent des loyers plus bas en raison d'une baisse du taux d'intérêt de référence pour les loyers.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Les taux de swap à six mois (0.3 %) sont encore plus élevés que ceux à 12 mois (0.1 %), mais la tendance à la rémunération nulle des comptes d'épargne est indéniable.
Euro / Franc suisse	→	→↘	La BCE devrait probablement réduire son taux directeur bien davantage que la BNS. Toutefois, nous tablons sur un taux de change stable en 2025.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	Au second semestre, le dollar pourrait se déprécier de 4 % à 5 %. A court terme, rien ne semble pouvoir ébranler sa stabilité à 0.91.
Euro / Dollar américain	→↗	→↗	En dépit des écarts croissants de taux d'intérêt, nous prévoyons une appréciation progressive de l'euro par rapport au dollar.

Obligations

## La puissante économie américaine digère des taux d'intérêt plus élevés



L'indice obligataire mondial au cours des 5 dernières années ; du 1er janvier 2020 au 31 décembre 2024 (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

La force persistante de l'économie américaine se manifeste notamment par sa bonne capacité à digérer des taux d'intérêt toujours élevés, et par le fait que ceux-ci ne laissent que peu de traces de freinage conjoncturel. Nous nous attendons à un écart croissant de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro, ce qui aura pour conséquence un dollar de plus en plus attractif. L'embellie des perspectives aux États-Unis s'accompagne d'une baisse de l'intérêt pour les emprunts d'État américains, ce qui a entraîné une hausse massive de leurs rendements au cours du dernier trimestre 2024.

Les marchés du crédit ne sont pas douillets. Ils se méfient de l'orientation fiscale de la politique du (nouveau) gouvernement américain et ont vendu des obligations d'État en masse. Lorsque les gros investisseurs se séparent rapidement de leurs titres, les conséquences peuvent être considérables. Et le plus liquide des marchés des capitaux, le marché des bons du Trésor américain, n'est pas à l'abri.

Au quatrième trimestre 2024, des ventes massives de bons du Trésor ont entraîné une performance de -3.1 %, le pire rendement trimestriel depuis la catastrophique année obligataire 2022. Par conséquent, en dépit de revenus d'intérêts considérables, l'indice correspondant est à nouveau nettement plus faible qu'en été 2020. Cela vaut également pour l'indice obligataire mondial, qui est d'un bon 11.3 % plus faible qu'il y a cinq ans, avec couverture des risques de change en francs.

On peut tirer du graphique les conclusions suivantes : en février / mars 2020 (éclatement de la pandémie), la soi-disant sécurité offerte par les obligations de haute qualité a entraîné des corrections d'évaluation minimales à court terme. En revanche, les obligations d'entreprises au profil de risque modéré ont souffert bien davantage, et perdu temporairement près de 20 %. Et pourtant, ces obligations ont aussitôt montré leur force de récupération. Après 12 mois à peine, elles avaient retrouvé

leur niveau initial et la voie de la croissance.

L'indice obligataire mondial et le Swiss Bond Index (SBI) ne sont pas encore là. On a souvent tendance à surestimer le pouvoir de récupération des obligations d'État et des obligations d'entreprises de premier plan. L'indice SBI, par exemple, est encore inférieur d'environ 4 % à sa valeur maximale de 2020. Pour l'indice obligataire mondial, cette valeur atteint même 16 %. Même sur dix années marquées par une pandémie mondiale, l'éclatement de plusieurs guerres et deux récessions, le résultat n'est guère enthousiasmant : le SBI a progressé de 0.5 % par an, l'indice mondial des obligations a perdu 0.7 % par an. Ainsi, les deux indices n'ont pas été en mesure de maintenir le pouvoir d'achat de la valeur nominale de l'argent.

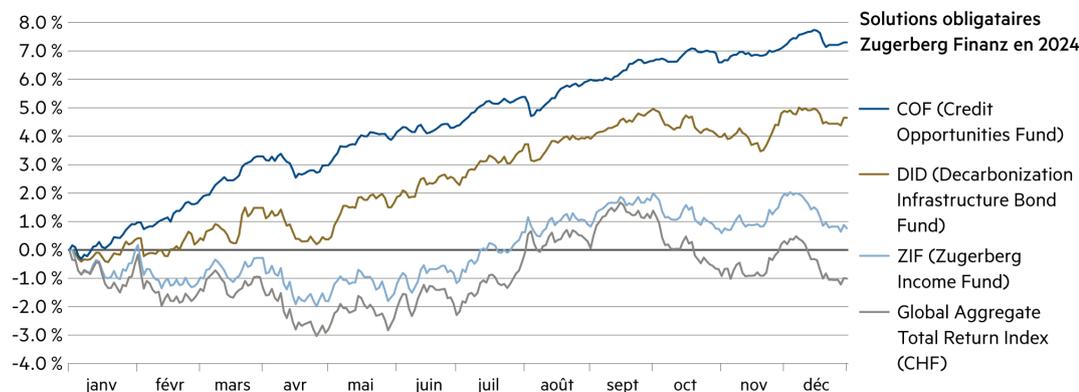
Dans un tel contexte, le fait que les capitaux se reportent de plus en plus des obligations d'État vers les obligations d'entreprises, dont le rendement est plus intéressant, n'est pas étonnant. Les données fondamentales restent convaincantes, malgré le fait que la prime de risque par rapport aux obligations d'État ait atteint un niveau historiquement bas.

Certains se tournent actuellement vers les marchés privés (Private Credit, Private Loans, Private Debt, Direct Lending), où les rendements sont plus élevés. Toutefois, la liquidité y est très limitée. En règle générale, on prend des « Commitments » sur plusieurs années. Mais même sur les marchés liquides, il existe des sous-segments relativement attrayants, comme les leveraged loans et les obligations AT1. Par exemple, nous avons obtenu l'année dernière un rendement de 17 % sur l'obligation AT1 de la Banque cantonale de Lucerne. Les obligations subordonnées d'assurances (suisses) ont également réjoui de nombreux investisseurs obligataires.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→↘	Les rendements des obligations d'État ne sont pas directement visés par des changements importants. Par conséquent, notre pondération dans cette catégorie est faible.
Obligations d'entreprises	↗	↗	En tant que classe d'obligations, nous accordons notre préférence aux Corporate Bonds avec modèles d'affaires résilients et favorables aux innovations technologiques.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Ces obligations recèlent toujours selon nous de nombreuses opportunités, notamment les obligations subordonnées émises par des institutions financières (assurances, etc.).

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

## Des différences abyssales



Nos solutions obligataires en 2024 (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Nos solutions obligataires ont évolué différemment en décembre. La fourchette s’étend du Zugerberg Income Fund (ZIF : +0.8 % depuis le début de l’année) de nature structurellement conservatrice, jusqu’au Credit Opportunities Fund (COF : +7.3 %). En décembre, le COF axé sur les primes a encore légèrement progressé (+0.2 %), alors que le ZIF a tout de même moins perdu que l’indice obligataire mondial au sens large (-1.2 %).**

Les solutions obligataires sont adaptées à la propension au risque des investisseurs. Ceux dont la propension au risque est faible détiennent une part nettement plus importante du ZIF, de nature conservatrice. Plus l’appétit pour le risque augmente, plus la part du ZIF se réduit dans le portefeuille, et plus la part du COF en tant que « titre à risques accrus » augmente.

Cela explique également la différence de contribution au rendement des obligations l’année dernière. Au sein de Revo5, l’allocation du COF représente 11 %, dont il est résulté une contribution au rendement total de +0.8 % en raison de la performance du fonds de +7.3 %. Au sein de Revo4, cette contribution s’est même élevée à +1.2 % en raison de l’allocation plus élevée du COF (16 %).

Il relève de la responsabilité du CIO de fixer l’allocation. À juste titre, l’allocation du ZIF est plus élevée lorsque l’appétit pour le risque est faible. Il est vrai que ces obligations ne génèrent pas un rendement élevé, mais elles présentent une corrélation négative avec les actions. Lorsque le vent conjoncturel change de direction, l’économie glisse en phase de récession, avec les conséquences négatives qui en découlent pour les cours des actions. Toutefois, l’on peut s’attendre dans le même

temps à ce que les cours des obligations d’entreprise de haute qualité augmentent, ce qui assure un équilibre.

Avec ses 315 obligations, le ZIF se positionne donc comme une assurance dont on peut profiter en phase de récession économique. De plus, la liquidité sur ce segment de marché est exceptionnelle. Cela constitue l’un des autres motifs pour lequel le marché des obligations d’entreprises est particulièrement populaire auprès des investisseurs institutionnels, aux États-Unis comme en Europe. La demande est intacte, car il arrive souvent que l’achat d’actions soit soumis à des limites normatives et les obligations d’État sont encore une fois nettement moins attrayantes.

En revanche, les investisseurs privés et les family offices détiennent une part importante d’obligations à taux d’intérêt plus élevé et de moindre solvabilité. Il s’agit d’un marché relativement petit, qui s’est même rétréci ces dernières années. Cela explique partiellement pourquoi les primes de risque (« spreads ») ont diminué au cours des derniers trimestres. Si la demande s’affaiblit quelque peu, il existe un risque que les spreads augmentent à nouveau.

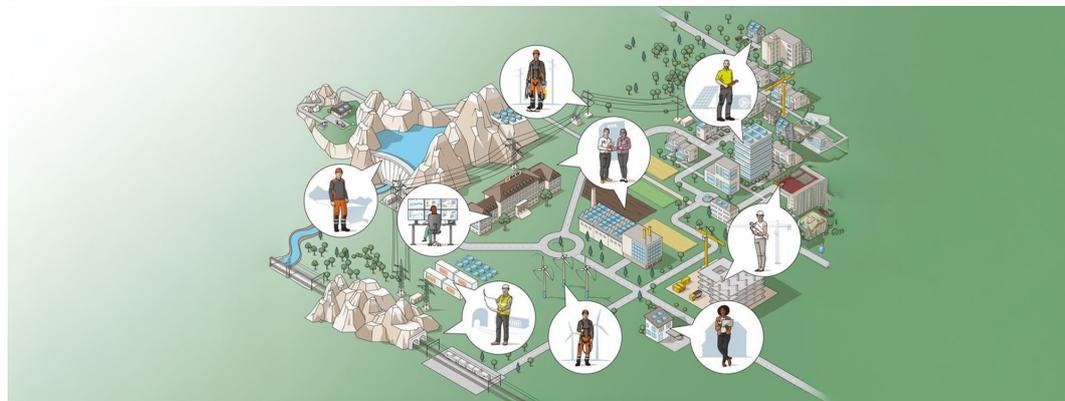
Pour certaines obligations d’entreprises, nous considérons que les spreads ne reflètent plus de manière adéquate le risque réel existant. Nous faisons également preuve de prudence s’agissant des obligations des pays émergents. La sélection disciplinée grâce à laquelle nous avons atteint une performance du fonds de +7.3 %, de même que la diversification avec 202 obligations, revêtent d’autant plus d’importance.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2024 (rendement sur toute l’année)	+0.8 %	+7.3 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-7.8 % (-1.2 %)	+34.3 % (+2.5 %)
Quantité de mois de performance positive :	53 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	93 PB (-1 PB)	416 PB (+2 PB)
Notation moyenne (actuelle)	A	BB

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

Immobilier, infrastructures

## Les entreprises suisses d'infrastructure ont le vent en poupe



L'ensemble de la chaîne de création de valeur du tournant énergétique (source de l'image : BKW Solutions 2030, 8 novembre 2024)

**En raison de la baisse des taux d'intérêt directs, les valorisations des entreprises d'infrastructure européennes ont le vent en poupe. L'année dernière, l'importante entreprise énergétique BKW, qui fournit de l'électricité à près d'un million de personnes, a généré un rendement global de +3 %. Le rendement de l'aéroport de Zurich a été nettement plus élevé (+27 %). Pour ces deux entreprises, l'on peut s'attendre à une augmentation des versements de dividendes.**

La situation de départ est excellente. L'aéroport de Zurich s'engage aux côtés de l'aéroport de Noida, situé au sud de la capitale indienne New Delhi. Beaucoup tablent sur une mise en exploitation de l'aéroport fin avril 2025. Nous penchons plutôt pour un retard de quelques semaines. Toutefois, cela reste un projet aux proportions gigantesques : conçu comme alternative à l'aéroport international Indira Gandhi, situé à 72 kilomètres, sa construction n'a commencé qu'en juin 2022. L'aéroport, qui devrait être mis en service au printemps 2025, disposera lors d'une première étape d'une capacité de 12 millions de passagers par an. Noida International Airport Limited prévoit d'augmenter ce chiffre à 70 millions de passagers par an pour les années suivantes (à titre de comparaison, environ 31 millions de passagers transitent par Zurich chaque année). L'objectif reste d'établir par étapes un aéroport modèle, moderne, convivial pour ses utilisateurs et numérique, doté de quatre terminaux et de six pistes, afin de parvenir à une exploitation fructueuse d'ici 2030 du quatrième aéroport au monde, dans une région qui connaît la plus forte croissance de l'économie mondiale.

L'aéroport a déjà généré une série d'investissements de suivi qui améliorent la connectivité au moyen de voies rapides, de routes nationales et de lignes de métro et rendent toute la région plus agréable à

vivre. Avec la prochaine mise en service du nouvel aéroport, ses environs connaissent une véritable augmentation constante de la valeur, à laquelle Flughafen Zürich AG participera également. Toutefois, une telle situation ne se reflète pas de manière adéquate dans le cours modéré de son action.

Une autre valorisation modérée est celle du fournisseur d'électricité bernois BKW, dont les fonds propres au bilan devraient se situer actuellement autour de 5.3 milliards de francs avec une évaluation prudente. D'une part, l'entreprise est spécialisée en approvisionnement énergétique, et ce de plus en plus à partir des énergies éolienne et solaire (62 % de la production d'électricité, à laquelle s'ajoute surtout la force hydraulique, où la Suisse dispose, comme on le sait, d'un potentiel encore plus important). Selon sa stratégie « Solutions 2030 », BKW entend se développer à l'étranger, notamment dans l'éolien et le solaire, et réaliser un EBIT d'environ un milliard de francs en 2030.

D'autre part, les contrats d'achat à long terme assurent des fondements solides pour les activités commerciales. Il convient de ne pas oublier que la Suisse est toujours dépendante des importations d'électricité pendant le semestre d'hiver, car les installations solaires alpines sont pratiquement inexistantes. Le défi principal de BKW réside précisément dans cet équilibre entre les paysages de montagne qu'il faut protéger et les besoins avérés en énergies renouvelables. Le troisième pilier de l'entreprise est le domaine des prestations, dont la rentabilité laisse toutefois à désirer. Quoiqu'il en soit, les thèmes comme l'efficacité énergétique ainsi que l'extension et la rénovation des infrastructures assurent à BKW la perspective d'une croissance sur le long terme.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	Des taux d'intérêt plus faibles alimentent à nouveau la demande. Pour les immeubles de rendement, le temps des dévaluations liées aux taux d'intérêt est révolu. Les réévaluations suivent avec un certain retard.
Surfaces de vente et de bureaux CH	↔↗	↔↗	Avec Mobimo (env. 3.4 % de rendement du dividende) et PSP (env. 3.0 %), nous sentons bien positionnés et correctement rémunérés par un dividende en espèces attrayant.
Fonds immobiliers CH	→	↔↗	Les placements immobiliers indirects suisses (CHREF) ont nettement progressé en 2024 (+16.0 %) et ont retrouvé leur niveau du début de l'année 2022.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Pour les exploitants d'infrastructures, les perspectives demeurent éblouissantes : comme le coût des capitaux empruntés diminue, ils peuvent s'attendre à des bénéfices plus élevés.

Actions

## La sélection des actions est plus importante que jamais

Pour l'année boursière 2025 et au-delà, la sélection disciplinée des actions nous semble plus importante que jamais. S'agissant des actions suisses, nous sommes à nouveau parvenus à surperformer les indices passifs correspondants (SMI, SPI), comme nous l'avons fait au cours de cinq des sept dernières années. En ce qui concerne les actions internationales, nous sommes également parvenus à effectuer une sélection attrayante et à la gérer activement.

En Suisse, il est important de se démarquer de l'indice passif, car la diversification offerte par les grandes entreprises (Nestlé, Roche, Novartis, UBS) qui dominent le SMI est trop faible. Nous ne pondérons pas les entreprises de manière égale. La simplification de l'investissement passif est un échec. Entre-temps, de nombreux fonds qui évoluaient au sein de l'indice suisse avec une pondération égale ont été à nouveau fermés et dissous. L'un d'entre eux, qui est encore négociable, a un retard de plus de 23 % sur le SMI depuis trois ans.

En principe, nous effectuons nos analyses au niveau de l'entreprise. Bien entendu, nous nous intéressons également à des valeurs de référence supérieures comme la solide croissance des bénéfices attendue aux États-Unis (+14 % en 2025), en Allemagne (+12 %) et plus généralement en Europe (+8 %). Il convient toutefois de considérer cela en relation avec les valorisations. Lorsqu'une entreprise fortement valorisée ne progresse « que » de 14 % en termes de bénéfices, nous préférons une entreprise faiblement valorisée qui connaît une croissance nette. Nous considérons l'analyse de chaque modèle d'entreprise comme très importante et essayons d'évaluer correctement les opportunités de hausse ainsi que les risques de baisse. Cela nous conduit à continuer à détenir des titres comme par exemple :

**Nestlé** (-21 % de rendement global en 2024) : le risque de baisse nous semble nettement plus faible que le potentiel de hausse. Désormais, les déceptions les plus cuisantes du principal groupe alimentaire mondial devraient être intégrées dans les prix, malgré le fait que les valeurs sensibles à la consommation n'ont pas la vie facile en raison de l'inflation. Il faudra encore faire preuve de patience pour que le nouveau CEO redynamise le paquebot géant.

**Sika** (-20 %) : le titre fait partie des trois plus grands perdants du SMI et pourtant nous lui restons fidèles. Nous nous attendons globalement à une accélération de la croissance et à une hausse des marges pour le leader mondial du marché.

**Lonza** (+53 %) : le fabricant à la commande pour l'industrie pharmaceutique profite du « Biosecure-Act » en vigueur aux États-Unis, qui s'oppose à l'utilisation de substances actives produites en Chine par des entreprises comme Wuxi.

**Swiss Re** (+48 %) : sous l'égide de son nouveau CEO Andreas Berger, le réassureur s'est engagé sur une voie impressionnante. À l'époque, des décisions stratégiques aberrantes ont régulièrement fait reculer le leader du marché. Cette époque est révolue. Par ailleurs, les taux d'intérêt américains toujours élevés et les primes en hausse sur un marché en pleine croissance pour la protection de réassurance assurent des bénéfiques records.

**Holcim** (+37 %) : nous nous attendons à ce que l'histoire à succès se poursuive, à savoir la scission des activités américaines, qui traversent une phase de boom avec valorisation élevée correspondante à New York. Grâce aux matériaux de construction à faibles émissions et au recyclage, Holcim devrait parvenir à faire à nouveau augmenter ses marges avec un chiffre d'affaires en hausse.

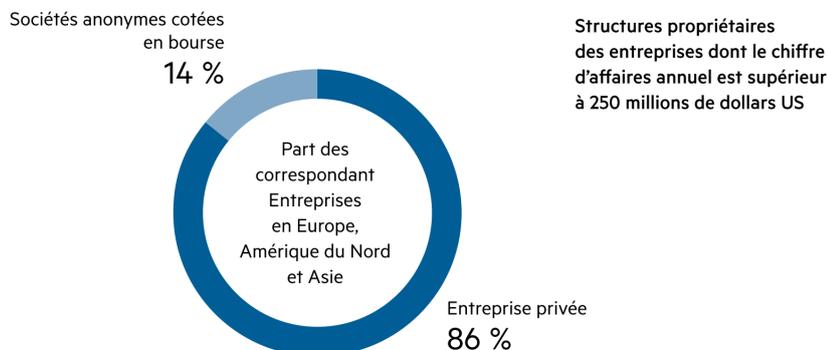
**Zurich** (+30 %) comme **Swiss Life** (+26 %) évoluent vers un avenir radieux, mais pour différentes raisons. Pour **Axa** (+23 %), nous avons réalisé un rendement supérieur à la moyenne, car nous avons réduit la position lorsque le cours était à 34 euros et l'avons à nouveau augmentée à 30.6 euros (le cours est à présent de nouveau à 34 euros).

Sur les marchés émergents, nous sommes attentivement à la recherche de gestionnaires de fonds qui se comportent conformément à notre style de valeurs et dont l'approche sur le marché des actions indien est similaire à que celle que nous adoptons sur le marché suisse. Cela nous a aidés à surperformer nettement notre indice de référence sur plusieurs années. L'année dernière, nous avons obtenu un rendement de +20 % et +21 % avec nos fonds en actions.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Des contributions au portefeuille ont également été apportées par de « petites » entreprises comme Accelleron (+82 %), Swissquote (+73 %), SGS (+30 %) et Alcon (+18 %).
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Les principales contributions au portefeuille ont été apportées par SAP (+73 % de rendement global en 2024), Schneider Electric (+36 %) ainsi que Axa (voir ci-dessus) et Siemens (+15 %).
Actions Etats-Unis	↗	↗	Les principales contributions au portefeuille ont été apportées par Nvidia (+61 % de rendement total en 2024), Alphabet (+46 %), Apple (41 %), Amazon (+34 %) et Microsoft (+22 %).
Actions Pays émergents	↗	↗	Une allocation dynamique requiert également une part d'investissements directs dans les pays émergents, accompagnés d'une gestion active des risques.

Placements alternatifs

## Des années dorées pour les placements sur le marché privé



Entreprises privées vs. entreprises cotées (Source : Blackstone, Capital IQ; Situation 11/2023 | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Les attentes élevées placées dans les marchés privés se renforcent. Un nombre croissant d'entreprises reste à l'écart de la bourse et se développe grâce aux capitaux privés. Il n'y a jamais eu autant de Private Equity et de Private Debt disponibles dans le monde qu'actuellement. Avec ces nouvelles structures favorables aux investisseurs, l'accès est simplifié, ce qui améliore la diversification de l'ensemble du portefeuille de valeurs réelles.**

Blackrock, le principal gestionnaire d'actifs au monde, a récemment consacré une perspective annuelle séparée à la classe d'actifs « Private Markets ». La demande en placements sur les marchés privés est en augmentation, car ce faisant, il est possible de diversifier les sources de rendement. Il est vrai qu'il existe encore des caisses de pension, comme la caisse fédérale Publica, qui allouent 0 % aux marchés privés, alors que ce taux est déjà d'environ 10 % pour la Caisse nationale suisse d'assurance en cas d'accidents (SUVA), gérée de manière professionnelle. Dans certaines caisses de pension américaines, cette allocation peut aller jusqu'à 25 % et dépasse parfois l'allocation des actions cotées en bourse.

Selon l'analyse de Blackrock, les secteurs du Private Equity, du Private Credit, du Private Infrastructure et du Private Real Estate vont connaître une nouvelle ère de croissance. Les meilleurs jours pour les marchés privés sont encore à venir, stimulés par une activité en investissements accrue, une baisse des coûts de financement et une demande plus élevée de capitaux à long terme. Les marchés privés analysés pourraient passer de 13 billions de dollars aujourd'hui à plus de 20 billions de dollars d'ici 2030. Blackrock estime que le Private Credit dépassera de plus en plus le crédit bancaire et que, comme les infrastructures privées, il connaîtra la croissance la plus rapide.

L'intelligence artificielle (IA) offre des opportunités particulières : les

investisseurs sont en mesure d'accéder aux possibilités de transformation offertes par l'IA via des investissements privés dans les infrastructures, et à travers les capitaux étrangers, le Private Equity et l'immobilier. Le rythme auquel s'accroissent les opportunités de placement augmente rapidement, y compris sur le plan géographique. Sur le nombre total d'entreprises au chiffre d'affaires annuel supérieur à 250 millions de dollars, 86 % sont en mains privées et seulement 14 % sont cotées. Toute une série de changements profonds dans la démographie mondiale, la demande en énergie, la technologie numérique et les chaînes d'approvisionnement stimulent encore et encore les investissements sur les marchés privés – notamment pour une meilleure diversification.

Les activités de transactions se multiplient également, tant sur le marché des acquisitions que sur celui des introductions en bourse, ce qui devrait entraîner une augmentation des sorties et des distributions dans le secteur du Private Equity. Nous avons déjà attiré l'attention sur ce point dans notre dernier rapport mensuel. La nouveauté est que le prestataire suisse du marché privé Partners Group, qui peut être classé parmi les « Top 10 » sur le plan mondial, lance une solution de modèle multi-marchés privés en collaboration avec Blackrock. Cette solution comprend du Private Equity, du Private Credit et des Real Assets au sein d'un seul portefeuille diversifié de placements alternatifs.

En fonction de la propension au risque, cela fait déjà quelques années que nous complétons nos solutions Zugerberg Finanz par des placements sur le marché privé. À partir de la classe de risque 2, nous misons sur ces classes d'actifs à hauteur de 4 %, puis l'allocation augmente jusqu'à 7 % dans la classe de risque 5. L'année dernière, le rendement total obtenu avec chaque véhicule de placement a oscillé entre 15 % et 20 %.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	→↓	→	Du fait des besoins considérables en énergie des centres de données, les solutions énergétiques décarbonisées (y compris l'énergie nucléaire) connaissent actuellement une recrudescence de la demande.
Or / Métaux précieux	→↑	→↑	L'or devrait continuer à être recherché par les banques centrales (Chine, Russie, Asie). Nous nous attendons à une nette hausse des cotations de l'or cette année.
Insurance-Linked Securities	↑	↑	Il s'agit encore d'instruments financiers solides qui s'accompagnent de risques d'assurance déterminés et qui peuvent diversifier un portefeuille.
Private Equity	↑	↑	En 2024, nous avons obtenu des rendements supérieurs à la moyenne avec des placements sur le marché privé. Sur un cycle conjoncturel, nous visons un faible rendement à deux chiffres en CHF.

## Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		31.12.2024	12/2024	2024	2023	2022	2021
<b>Actions</b>							
SMI	CHF	11'600.9	-1.4%	+4.2%	+3.8%	-16.7%	+20.3%
SPI	CHF	15'472.3	-1.3%	+6.2%	+6.1%	-16.5%	+23.4%
DAX	EUR	19'909.1	+2.5%	+20.4%	+13.1%	-16.3%	+10.4%
CAC 40	EUR	7'313.6	+2.1%	-1.8%	+9.6%	-13.9%	+23.6%
FTSE MIB	EUR	34'186.2	+3.4%	+14.1%	+20.4%	-17.3%	+17.3%
FTSE 100	GBP	8'121.0	-0.8%	+11.3%	-0.3%	-8.8%	+16.7%
EuroStoxx50	EUR	4'869.3	+2.4%	+9.1%	+12.1%	-16.0%	+16.0%
Dow Jones	USD	42'573.7	-2.6%	+21.8%	+3.5%	-7.7%	+22.2%
S&P 500	USD	5'906.9	+0.6%	+33.6%	+13.1%	-18.5%	+30.6%
Nasdaq Composite	USD	19'486.8	+4.2%	+40.0%	+30.6%	-32.3%	+25.0%
Nikkei 225	JPY	39'894.5	+2.1%	+15.2%	+8.6%	-19.7%	-2.6%
Sensex	INR	78'248.1	-0.4%	+13.7%	+7.4%	-4.8%	+23.2%
MSCI World	USD	3'718.9	+0.3%	+26.6%	+10.8%	-18.5%	+23.7%
MSCI EM	USD	1'078.4	+2.7%	+13.6%	-2.6%	-21.5%	-1.8%
<b>Obligations (divers)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.2	-1.1%	-1.4%	+2.2%	-13.2%	-3.0%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.2	-1.6%	-0.7%	+4.2%	-16.7%	-2.0%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	360.2	-0.6%	+6.1%	+8.7%	-13.6%	+1.4%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	271.9	-1.4%	+2.4%	+4.5%	-18.2%	-2.7%
<b>Emprunts d'Etat</b>							
SBI Dom Gov	CHF	186.9	-1.0%	+4.1%	+12.5%	-17.0%	-4.2%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	136.4	-1.9%	-3.7%	-0.5%	-15.0%	-3.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	180.1	-1.7%	-0.8%	+4.8%	-18.9%	-3.7%
<b>Obligations d'entreprise</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	191.0	+0.1%	+5.1%	+5.7%	-7.5%	-0.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.4	-2.2%	-2.2%	+3.5%	-18.5%	-2.3%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	607.6	-0.9%	+3.6%	+8.5%	-13.7%	+4.1%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	167.9	-0.7%	+2.0%	+5.9%	-14.1%	-1.2%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	302.6	+0.4%	+5.4%	+9.8%	-10.9%	+3.2%
<b>Placements alternatifs</b>							
Or Spot CHF/kg	CHF	75'729.1	+0.7%	+34.5%	+0.8%	+1.0%	-0.6%
Commodity Index	USD	98.9	+3.5%	+8.1%	-20.4%	+15.1%	+30.8%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'714.8	+2.1%	+16.0%	+5.4%	-17.3%	+7.6%
<b>Devises</b>							
Dollar / franc suisse	CHF	0.9037	+2.6%	+7.4%	-9.0%	+1.3%	+3.1%
Euro / franc suisse	CHF	0.9405	+0.9%	+1.3%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5761	-2.0%	-3.4%	-15.4%	-11.0%	-7.5%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1343	+1.1%	+5.9%	-4.2%	-9.3%	+1.9%

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](http://www.zugerberg-finanz.ch) s'appliquent. Evolution des valeurs d'après un portefeuille modèle. Du fait de la gestion active, la structure effective de chaque dépôt et l'évolution des valeurs qui en découle peuvent s'en écarter et dépendent de la date et du montant de l'investissement. Cela vaut en particulier durant la première année d'investissement, dû à la pénétration échelonnée sur le marché. Seule l'évolution effective des valeurs d'après l'extrait de compte / de dépôt de la banque dépositaire ou de la fondation est véritablement valide. L'évolution des valeurs indiquée s'entend nette, après déduction des frais courants, sans tenir compte des frais d'acquisition.

Toutes les informations concernant l'évolution des valeurs sont de nature indicative, se réfèrent aux valeurs historiques et ne permettent pas d'établir une estimation garantie pour l'avenir. Editeur : Zugerberg Finanz AG, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, [info@zugerberg-finanz.ch](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch). Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 31/12/2024 ; données économiques au 31/12/2024 ; pronostics économiques au 31/12/2024. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.