



(Photo : Andreas Busslinger)

Une guerre commerciale ? Plutôt une tactique de négociation !

Dans l'ensemble, nous nous attendons à une évolution positive de l'économie mondiale pour toute l'année 2025, de l'ordre de +3 % en termes réels et de +6 % en termes nominaux. Des turbulences significatives seraient nécessaires pour que les États-Unis, solidement ancrés sur une voie de croissance stable, entrent en récession. Quoiqu'il en soit, en Europe comme en Chine l'année 2025 sera caractérisée par des mesures de stimulation fiscale et d'assouplissement de la politique monétaire.

Avec l'investiture de Donald Trump, l'année 2025 entre sans nul doute dans une nouvelle phase. Comme nous l'avons déjà expliqué dans le rapport semestriel, nous considérons qu'un renforcement du nationalisme économique, et de plus en plus également d'un capitalisme d'État, va se produire. L'imposition par les États-Unis de taxes douanières à des pays voisins fortement interconnectés et liés tels que le Canada et le Mexique, qui sont en réalité étroitement intégrés par un accord de

libre-échange, ne constitue pas une grande surprise. En Amérique du Nord, le processus de fabrication nord-américain en place fait que les voitures traversent jusqu'à huit fois les frontières. Les taxes douanières doivent moins être considérées comme une guerre commerciale que comme une tactique de négociation. En revanche, la Chine est un rival stratégique.

L'Europe devra s'adapter rapidement à la pique de rappel administrée par la Maison Blanche. L'alliance atlantique qu'est l'OTAN dépendra essentiellement des investissements européens dans le maintien de la paix. Des investissements sont en outre nécessaires dans tous les domaines de l'infrastructure (principalement les communications, les transports et l'énergie) et auront pour effet de stimuler la croissance. Nous vivons une époque d'un dynamisme extraordinaire, dans laquelle les entreprises et les États ne sont en mesure de rester concurrentiels qu'en abordant avec détermination des tâches longtemps négligées.

Un bon démarrage pour 2025

Pour les investisseurs suisses, le Swiss Market Index a connu en janvier le meilleur démarrage de son histoire (SMI: +8.6 %). Dernièrement, l'évolution a été positive pendant 15 jours de négoce consécutifs. Il s'agit de la plus longue série de hausses consécutives depuis l'introduction du SMI en 1988. Cela est d'autant plus remarquable que les marchés boursiers américains évoluent dans une fourchette latérale depuis quasiment six mois. Même l'élection de Donald Trump n'a pas réussi à donner de l'élan, et les marchés américains ont stagné au cours des trois derniers mois.

Sur le plan des obligations, le tableau est plus mitigé. En Suisse, l'indice des obligations a subi une légère baisse (-0.6 %), mais dans nos portefeuilles, nous avons utilisé des solutions obligataires actives qui ont connu une évolution positive en janvier (+0.1 % à +0.5 %).

Dans un tel environnement des marchés des capitaux, la classe de

risque défensive 1 (par exemple Revo1 avec une part élevée d'obligations de +1.5 %) affichait déjà un rendement clairement positif. Dans la classe de risque « équilibrée » 3 (par exemple Revo3 avec +3.2 %), la performance des actions s'est reflétée plus fortement. Enfin, la classe de risque dynamique 5 (par exemple, Revo5 +4.8 % en janvier) a été impressionnante. La performance de la solution de dividendes (par exemple, RevoDividendes avec +5.7 %) s'est particulièrement distinguée. Revo5 inclut également des actions de croissance sans dividende du secteur technologique, dont certaines ont affiché un rendement négatif en janvier (Nvidia -11 %, Apple -6 %). Un autre facteur important de cette différence de rendement a notamment résidé dans les actions suisses à dividendes élevés, qui sont utilisées exclusivement dans la solution de dividendes (entre autres SIG Group +11 %, Cembra Money Bank +10 %, Helvetia Holding +7 %).

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Janvier 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+1.1%	+1.1%
Zugerberg Finanz R2	+1.9%	+1.9%
Zugerberg Finanz R3	+2.6%	+2.6%
Zugerberg Finanz R4	+3.3%	+3.3%
Zugerberg Finanz R5	+3.9%	+3.9%
Zugerberg Finanz RDividendes	+5.2%	+5.2%
Zugerberg Finanz Revo1	+1.5%	+1.5%
Zugerberg Finanz Revo2	+2.4%	+2.4%
Zugerberg Finanz Revo3	+3.2%	+3.2%
Zugerberg Finanz Revo4	+3.9%	+3.9%
Zugerberg Finanz Revo5	+4.8%	+4.8%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+5.7%	+5.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.2%	+1.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+1.4%	+1.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+1.4%	+1.4%

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Janvier 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.6%	+0.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+1.3%	+1.3%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+1.8%	+1.8%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+2.5%	+2.5%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+3.2%	+3.2%

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Janvier 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.5%	+1.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+2.4%	+2.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+3.2%	+3.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+3.9%	+3.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+4.8%	+4.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+5.7%	+5.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.2%	+1.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+1.4%	+1.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+1.4%	+1.4%

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

Macroéconomie

Prospérité, croissance et concurrence



(Source de l'image : stock.adobe.com)

L'économie mondiale va croître, et le centre de gravité de cette croissance se situera en Asie. Les États-Unis, plus petit pays, connaissent une croissance à peu près équivalente à celle de l'Europe, beaucoup plus peuplée. De ce côté-ci de l'Atlantique, on ferait bien de recommencer à récompenser la volonté de performance. Dans les sociétés peu risquées, repues et focalisées sur la redistribution, comme l'Allemagne, trop longtemps gouvernée par les coalitions rouge-verte, on constate dernièrement une stagnation de la productivité. Ce faisant, on creuse soit même le retard dans la concurrence mondiale, avec pour conséquence une diminution de la prospérité pour tous.

On dit communément que « Cash is king », mais il semblerait que les marchés des capitaux voient les choses différemment. Dans le monde entier, les liquidités sont maintenues à un niveau historiquement bas, malgré le fait que certains placements monétaires génèrent des rendements supérieurs à 4 % (par exemple, en dollars américains). Toutefois, il existe dans l'économie réelle de nombreuses opportunités qui offrent des perspectives de rendement plus élevées. Conformément aux attentes, les investissements en actions cotées génèrent des rendements plus élevés. Certains domaines et thématiques (intelligence artificielle, construction, équipement et exploitation de centres de données avec approvisionnement en énergie correspondant) promettent une forte croissance sur tous les continents. Les actions devraient donc rester, avec l'immobilier, la classe d'actifs privilégiée pour préserver la valeur réelle et augmenter la valeur de la fortune sur le long terme.

Une autre raison pour laquelle les investisseurs ne sont pas prêts à détenir des liquidités importantes est qu'ils s'attendent à ce que, dans de nombreuses régions, les banques centrales abaissent tôt ou tard les taux d'intérêt à un niveau neutre ou inférieur – comme c'est le cas en Suisse. Cette attente a à son tour entraîné une demande de duration

supérieure à la moyenne, ce qui signifie que les investisseurs du monde entier cherchent encore à s'assurer des rendements obligataires élevés avant que les banques centrales ne baissent fortement leurs taux d'intérêt. En Grande-Bretagne, le rendement de 4.5 % des emprunts d'État à dix ans attire les investisseurs début février ; en France et en Espagne, c'est un peu plus de 3.0 % et en Australie 4.4 %.

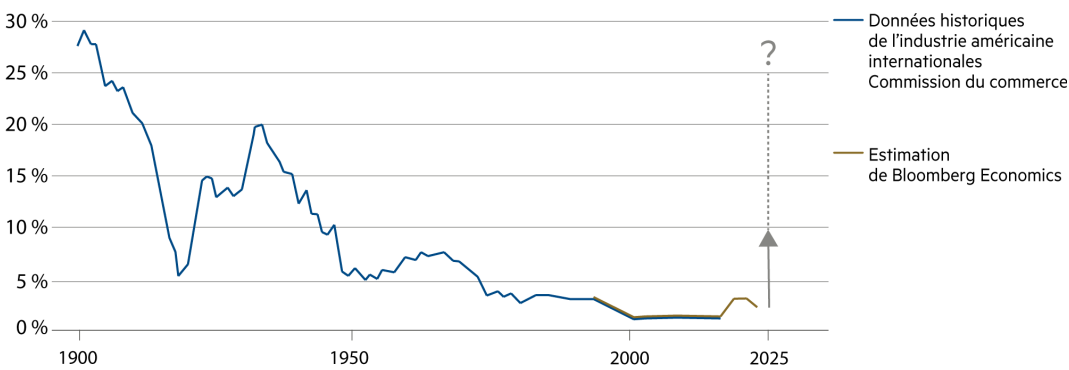
La demande pour la duration peut probablement aussi être imputée à l'appréciation plus forte que prévu des cours des actions l'année dernière, qui a incité certains investisseurs à acheter de la duration comme couverture pour leurs allocations d'actions croissantes, respectivement pour une économie mondiale refroidie par la politique économique de Trump.

La politique aléatoire du Président américain est liée à des risques considérables, que le marché a certainement quelque peu sous-estimés jusqu'à début février. Nous devons nous attendre à des décisions prises à la hâte, tant en matière de politique commerciale que de politique de sécurité. Par conséquent, les investisseurs exigeront des primes de risque – pour les obligations d'État et d'entreprise comme pour les actions. Cela s'applique également et surtout aux États-Unis. En 2025, des obligations souveraines américaines d'un montant de 9'500 milliards de dollars arriveront à échéance. En plus de ce besoin de refinancement, d'autres obligations devront être émises en raison du nouvel endettement. Une telle vague d'obligations d'État ne pourra être écoulée qu'avec des taux d'intérêt nominaux élevés, car le budget public américain suscite des doutes croissants. Actuellement, les obligations à dix ans rapportent 4.6 %. Il est possible que ce taux doive atteindre 5 % pour que toutes les obligations soient placées comme prévu dans le pays et à l'étranger.

Région	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	La Suisse devrait connaître une croissance réelle 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 hausse des salaires réels et la baisse des taux d'intérêt, de même que les investissements publics et privés en hausse, favoriseront la croissance.
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 (Fed : 4.3 %) 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

La volatilité persiste



La politique douanière des Etats-Unis est-elle en train de revenir des décennies en arrière (Source : USITC, US Census Bureau, US Bureau of Economic Analysis | Graphique : Zugerberg Finanz)

Les changements rapides de tactique de négociation devraient devenir monnaie courante dans les années à venir, ce qui entraînera une volatilité accrue des taux de change. Après que, le 1er février, Donald Trump a augmenté les taxes douanières au Canada, au Mexique et à la Chine, leurs taux de change ont chuté. Puis, la nouvelle selon laquelle cette mesure serait reportée d'au moins un mois a fuité, et les cours se sont redressés.

Ces taxes douanières ne devraient être qu'une première salve et un simple avant-goût de ce qui va suivre. Car la menace qui plane actuellement, ce sont les taxes douanières les plus élevées depuis 1930, alors que les États-Unis avaient pris cette mesure en plein milieu d'une grave crise économique mondiale. Les pays BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud et, depuis janvier 2025, l'Indonésie) se voient même menacés de se voir imposer des taxes douanières de 100 % s'ils continuent à essayer de remplacer le dollar américain comme monnaie de réserve. Si tel devait être le cas, des entreprises comme Tata Steel, Reliance Industries, Adani Ports, JSW Steel, Indofood et Freeport Indonésia seraient touchées directement et indirectement de manière assez dure.

Ces dernières années, deux pays membres des BRICS, la Russie et la Chine, ont activement et publiquement appelé à la dédollarisation et ont augmenté leurs réserves de devises, principalement en or, ce qui a poussé le prix de l'or à un record historique. En revanche, l'Inde ne poursuit pas de politique monétaire de dédollarisation et les États-Unis restent le principal marché d'exportation de l'Inde. Même en ce qui concerne la facturation des services, l'Inde veut que ses centres de services informatiques soient rémunérés avec le dollar « fort ». Au cours des 50 dernières années, la roupie indienne s'est dépréciée de 8 pour

un dollar à 87 pour un dollar (92 % de dépréciation). L'Indonésie n'est pas explicitement favorable à la dédollarisation, mais souhaiterait que les échanges commerciaux bilatéraux aient lieu dans leur monnaie respective, ce qui revient finalement au même.

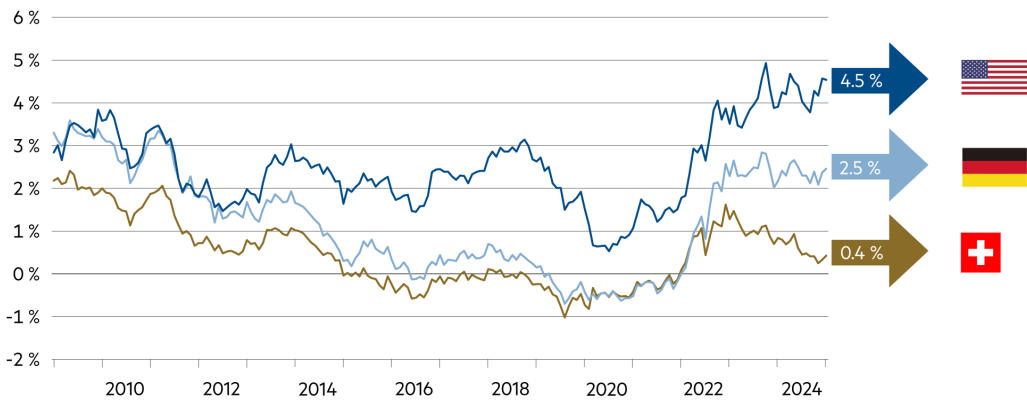
Les droits de douane constituent et restent l'un des instruments favoris de la boîte à outils politique de Donald Trump. Celui-ci a peu d'intérêt pour les accords internationaux : ce qui lui importe, c'est « America First », et au besoin, en ayant recours à la force brute. Et pourtant, les taxes douanières n'aident pas les marques américaines. Trump prétend que les véhicules américains sont désavantagés par l'UE. Et pourtant l'année dernière, ce sont à peine 7'000 véhicules, y compris les grands SUV de marques américaines, qui ont pu être écoulés sur le marché allemand par exemple, à partir d'une production nord-américaine (0.24 % de part de marché). Les SUV de Mercedes et de BMW fabriqués aux États-Unis et soumis aux mêmes taxes douanières lors de leur importation dans l'UE se sont dix fois mieux vendus.

C'est l'enseignement essentiel que l'on peut tirer de décennies de recherche économique sur les taxes douanières : celui qui entoure son propre marché d'un haut mur de droits de douane crée de mauvaises incitations. Il n'y a guère plus que sur leur marché national que les entreprises automobiles américaines restent concurrentielles. En revanche, elles perdent pied au niveau international. Quand les États-Unis étaient encore le plus grand marché automobile du monde, General Motors et Ford pouvaient rêver que les voitures qui étaient bonnes pour les États-Unis soient également bonnes pour le reste du monde. Mais à présent, c'est la Chine qui constitue le plus grand marché automobile, et même le nouveau venu Tesla a du mal à s'y imposer.

Classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Les taux de swap sur 12 mois (0.1 %) sont légèrement inférieurs à ceux sur 5 ans (0.2 %). La tendance à la rémunération nulle des comptes d'épargne est indéniable.
Euro / Franc suisse	→	→↘	En mars et en avril, la BCE devrait passer aux étapes suivantes et amener les taux directeurs dans la zone de neutralité monétaire de 2.0 % au début de l'été.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	Le différentiel d'inflation devrait se stabiliser à 2 % ; la différence de rendement des emprunts d'État à 10 ans (actuellement 4.2 %) devrait plutôt se creuser encore un peu.
Euro / Dollar américain	→↗	→↗	La tactique de négociation et la rhétorique de guerre commerciale devraient renforcer le dollar et affaiblir l'euro, mais seulement temporairement.

Obligations

Des écarts de rendement importants et persistants



Évolution du rendement de l'indice de référence des obligations d'État à dix ans (Source : Bloomberg Finance L.P | Graphique : Zugerberg Finanz)

La trésorerie américaine ressent la baisse d'intérêt pour les bons du Trésor à long terme. Ceux-ci doivent être rémunérés à un taux nettement plus élevé qu'en Europe. La différence avec les obligations de la Confédération à dix ans est de 4.2 %. Le marché des capitaux agit pour discipliner la nouvelle administration américaine de Donald Trump, favorable aux dépenses. Les États-Unis consacrent déjà 3.5 % de leur produit intérieur brut (PIB) aux intérêts, ce qui représente davantage que les dépenses annuelles du Pentagone.

Les marchés du crédit ne croient pas aux économies du DOGE (Department of Government Efficiency) d'Elon Musk. Ils s'attendent plutôt à davantage de baisses d'impôts et de déficits budgétaires. Quelqu'un devra bien combler les trous du budget national. Les étrangers de Chine, du Japon et d'Europe le font de moins en moins, raison pour laquelle ils sont menacés de taxes douanières s'ils n'achètent pas des bons du Trésor américain comme par le passé.

Depuis mars 2022, la Fed a signalé que sur le plan de la politique monétaire, elle n'interviendrait plus pour combler les déficits budgétaires exorbitants en achetant des obligations d'État. Jusque-là, elle avait acheté une grande partie des nouveaux titres émis. À présent, les marchés du crédit se préparent à la vague d'émissions qui va les frapper. Ces prochaines années, le déficit budgétaire restera probablement énorme, et l'on peut présumer qu'il se creusera encore davantage.

A court terme, la Fed « indépendante » ne pourra pas être contrainte d'acheter les bons du Trésor fraîchement émis. Cela est peut-être possible en Turquie, mais même là uniquement en acceptant une dévaluation massive de la monnaie avec l'inflation élevée qui l'accompagne. Mais Donald Trump a promis à ses électeurs le retour de faibles taux d'inflation, raison pour laquelle il craint une forte dévaluation de la

monnaie.

Il y a 15 ans, les obligations souveraines américaines étaient aussi populaires que les emprunts fédéraux allemands. Le rendement des obligations suisses était légèrement inférieur, d'environ 1 % à 1.5 %. Ce n'est plus le cas aujourd'hui. La phase des obligations en tant que placement « sûr » est également révolue. Les rendements réagissent de manière de plus en plus sensible aux nouvelles de politique financière et agitent les cours dans toutes les directions. L'indice de volatilité des obligations souveraines américaines (indice « Move ») s'élève à 95, soit environ 50 % de plus que durant la décennie qui a précédé la pandémie.

Le marché obligataire est plus fort que le président américain ou même que le Congrès conquis par les républicains. C'est la seule instance qui peut réellement contraindre le gouvernement à mettre de l'ordre dans ses finances. Récemment encore, la Première ministre britannique Liz Truss a quitté son poste après six semaines parce que les marchés financiers n'avaient pas accepté son programme économique. Ils ont fait dégringoler la livre et augmenter les rendements des obligations d'État. Conséquence : la Banque d'Angleterre a dû sauver de nombreuses caisses de pension britanniques, dont les obligations avaient subi des pertes massives.

Avec des rendements de 5 % pour les obligations d'État, les taux d'intérêt pour les nouveaux crédits hypothécaires sont de 7 % et ceux de leasing de 8 % à 10 %. Les retraits de cartes de crédit coûtent de 12 % à 16 %, selon le credit scoring. Le nouveau ministre des finances américain Scott Bessent est conscient de la fragilité de cet équilibre. En tant que gestionnaire de fonds spéculatifs, il connaît les spéculateurs. S'il ne parvient pas à compenser les plans de baisses d'impôts par des économies crédibles, des turbulences risquent de se produire sur le marché obligataire américain, qui a une importance systémique mondiale.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→↓	Ces 12 prochains mois, 2 baisses des taux directeurs sont attendues aux États-Unis (à 3.9 %), 4 dans la zone euro (à 1.7 %) et 2 en Suisse (à 0.0 %).
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les primes de risque sont basses et les taux de défaillance sont faibles. Une sélection disciplinée est attrayante, en particulier dans l'environnement européen à taux élevés.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Nous voyons toujours un potentiel de rendement intéressant dans les obligations subordonnées d'institutions financières (assurances, etc.), en particulier en Europe.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Un démarrage d'année solide



(Source de l'image : stock.adobe.com)

Le Swiss Bond Index (-0.6 %) a subi une perte de valeur. En revanche, nos solutions obligataires ont enregistré une légère hausse. La fourchette s'étend du Zugerberg Income Fund (ZIF : +0.1 %), à orientation conservatrice, au Credit Opportunities Fund axé sur les primes (COF : +0.5 %).

Les obligations d'entreprises demeurent une classe d'actifs intéressante que nous utilisons en fonction du profil de risque de nos clients (cf. Rapport mensuel de janvier 2025). Nous distinguons principalement deux types de véhicules de placement : en raison de la solvabilité plus faible des entreprises (« BB » en moyenne pour le COF), l'un est supposé comporter davantage de risques que l'autre (ZIF), dont la notation de crédit est en moyenne un « A ».

Il est probable que nous écrivions ceci parce que l'année dernière, la volatilité historique de 2.1 % du COF a été inférieure d'un tiers à celle du ZIF. Si l'on associe la volatilité au risque, on pourrait analyser de manière contre-intuitive que les obligations d'entreprises dont la solvabilité est plus faible sont moins risquées que celles dont la solvabilité est excellente. Cette observation peut tout à fait être vraie de manière temporaire, mais la véritable raison de la volatilité plus élevée n'est pas la solvabilité, mais la durée.

Les obligations avec une durée résiduelle élevée fluctuent beaucoup plus que celles avec une durée résiduelle faible. Par conséquent, il vaut la peine de se pencher sur la durée. Celle-ci est structurellement plus faible pour les obligations d'entreprises de moindre solvabilité. Traditionnellement, ces entreprises empruntent des capitaux pour quatre à

cinq ans. Pour les entreprises ayant une solvabilité élevée, les investisseurs sont également prêts à mettre à disposition des moyens financiers sur dix ans ou plus.

Au bout du compte, cela explique pourquoi la durée est de 2.5 dans le COF et de 5.3 dans le ZIF. Les risques de fluctuation des taux d'intérêt sont d'une certaine manière le principal risque pour le ZIF ; à l'inverse, il est possible de constater que les produits des intérêts sont la principale source de revenus. La prime de risque de crédit est tombée à 85 points de base en janvier. Cela correspond au revenu supplémentaire par rapport à une obligation d'État ajustée à la durée. Au vu de la solvabilité moyenne élevée, il ne faut pas s'attendre à des défaillances.

Pour le COF, les primes de risque de crédit constituent la principale source de revenus. Avec 417 points de base, soit 4.2 % par an, le rendement attendu est nettement plus élevé. Mais cette perception des primes inclut implicitement le fait qu'un ou plusieurs débiteurs pourraient occasionnellement se trouver en difficulté financière. Considérant le cycle économique actuel, nous prévoyons un taux de défaillance de l'ordre de 1.2 %, ce qui devrait se traduire par un rendement net de 3.0 % supérieur au taux d'intérêt de l'obligation d'État sans risque. Afin de réduire au maximum les effets d'un éventuel retard ou d'un empêchement de paiement des intérêts ou du remboursement, nous diversifions le portefeuille. Pour le COF, il s'agit de 199 obligations émises par 172 débiteurs, pour le ZIF, de 303 obligations émises par 201 débiteurs au total.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2024 (rendement sur toute l'année)	+0.1 %	+0.5 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-7.7 % (-1.2 %)	+35 % (+2.5 %)
Quantité de mois de performance positive :	54 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	85 PB (-8 PB)	417 PB (+1 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

Plus de rendement qu'avec des obligations



(Photo : Andreas Busslinger)

L'évolution est positive pour les valeurs immobilières. Les obligations de la Confédération à long terme génèrent un rendement annuel de 0.3 %. En revanche, les perspectives pour les immeubles de rendement en Suisse sont nettement plus élevées, raison pour laquelle la demande de placements immobiliers directs et de véhicules de placement immobiliers devrait augmenter en Suisse.

26 mois seulement après avoir atteint son paroxysme de 3.5 % en août 2022, le taux d'inflation en Suisse est déjà revenu à un faible 0.6 %. Cela a permis à la Banque nationale suisse d'abaisser ses taux directeurs et d'améliorer ainsi les conditions de crédit pour les dettes hypothécaires. Le fait qu'il soit à nouveau possible de financer des crédits à partir de 1.2 % engendre indubitablement une augmentation de la demande émanant des ménages privés.

En revanche, la demande accrue issue du cercle des investisseurs institutionnels est liée aux perspectives de rendement. D'une part, il est difficilement possible d'identifier d'autres sources de rendement en francs suisses présentant une structure de cash-flow aussi stable. D'autre part, le taux de vacance général est typiquement inférieur à 1.0 %.

Le phénomène tenace de l'individualisation engendre une demande croissante en logements. Dans son scénario démographique moyen, l'Office fédéral de la statistique prévoit que la taille moyenne des ménages passera de 2.22 actuellement à 2.15 d'ici 2050. Cela pourrait sembler peu, mais signifie que même si la population résidente devait rester stable, 130'000 unités de logement de plus qu'aujourd'hui seront

nécessaires en 2050. De plus, l'immigration génère une solide demande supplémentaire de logements locatifs, même si les loyers augmentent.

Le marché immobilier suisse se caractérise par une croissance « sans tensions ». Ni les conflits en Ukraine et au Proche-Orient, ni les mesures mises en œuvre par Donald Trump pour renforcer la place économique américaine ne semblent avoir un impact. Les risques de baisse sont relativement faibles. Les prix des logements en propriété devraient augmenter dans tous les segments. Les nouvelles baisses de taux d'intérêt attendues pour les deux prochains trimestres devraient encore renforcer la relative attractivité de la propriété par rapport à la location.

Pour les immeubles de bureau et à la vente, il convient d'être plus prudent, car on ne peut pas parler ici d'une situation de pénurie. La plupart des experts de l'immobilier interrogés par FPRE à l'automne 2024 s'attendent à une évolution latérale des loyers de marché pour les surfaces de bureaux au cours des 12 prochains mois, environ 30 % des personnes interrogées prévoyant une baisse des loyers.

S'agissant des biens immobiliers à vendre, il faut plutôt s'attendre à une détente des taux de vacance dans les emplacements A, tandis que dans les emplacements B et C, il faut s'attendre à un nombre croissant de changements de locataires et aux taux de vacance correspondants. Les centres commerciaux dont le bassin de consommateurs est trop petit et l'offre obsolète présentent aujourd'hui déjà des taux de vacance élevés et ne devraient pas être soulagés par le marché en 2025.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	La baisse des taux d'intérêt hypothécaires fait augmenter la demande. Pour les immeubles de rendement, on assiste progressivement à des réévaluations dues au taux d'actualisation.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	→↗	Avec Mobimo (+3 % en janvier) et PSP (+5 %), nous avons bien commencé l'année. Les deux entreprises sont mieux positionnées que la moyenne.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	Les placements immobiliers indirects suisses (CHREF) ont perdu de la valeur en janvier 2025 (-2.7 %) et sont revenus à leur niveau de début décembre 2024.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Les perspectives restent très bonnes pour les gestionnaires d'infrastructures. Comme le coût du capital diminue, on peut s'attendre à des cours plus élevés.

Actions

Les actions européennes ont bien commencé l'année

	États-Unis	En devise locale	PER
	Nasdaq	+1.7 %	37
	S&P 500	+2.7%	25
	Europe	En devise locale	PER
	Euro Stoxx 50	+8.7 %	15
	CAC40 / DAX	+8.5 % / +9.8 %	15
	Swiss Market Index	+8.6 %	17

Les indices boursiers mondiaux en janvier 2025 (Graphique : Zugerberg Finanz)

Les actions européennes ont particulièrement bien débuté l'année boursière 2025. Même après le ralentissement de début février, les perspectives restent bonnes compte tenu des ratios cours / bénéfices (PER) modérés. Le rendement des bénéfices est nettement supérieur au rendement des obligations d'État « sans risque ». Tel n'est pas le cas aux États-Unis. Même en comparaison historique, les valorisations y sont imposantes, et les attentes de voir les bénéfices continuer à croître sont fortes. Par conséquent, les déceptions seront sévèrement sanctionnées.

Il est incontesté que tout portefeuille doit détenir au moins une partie d'actions du domaine de la tech américaine appelées « Magnificent 7 ». Actuellement, celles-ci se distinguent par des marges et des taux de croissance impressionnants. Nous sommes particulièrement séduits par Nvidia, Amazon, Microsoft, Alphabet et même Apple. Toutes ont connu une évolution différente en janvier, notamment en raison du choc provoqué par la start-up chinoise DeepSeek. Même si leurs services sont moins dépendants de la rhétorique de la Maison Blanche sur la politique commerciale, les incertitudes quant aux ventes, aux marges et aux revenus futurs sont perceptibles.

La partie du portefeuille consacrée aux actions mondiales est enrichie et diversifiée avec des entreprises européennes actives à l'échelle mondiale. On trouve notamment parmi elles des sociétés telles que SAP, Allianz, Siemens et Schneider Electric. Actuellement, les taux d'intérêt en baisse et la hausse des salaires réels accélèrent la reprise en Europe à partir d'un niveau bas.

Toutefois, l'accent est placé sur les entreprises suisses, et plus précisément celles qui affichent une forte croissance, des marges élevées et stables, des bilans solides et une faible volatilité. Leurs marchés sont

souvent liés à des barrières d'entrée élevées. De plus, elles consolident leur position sur le marché à moyen et long terme grâce à des investissements considérables dans la recherche et le développement.

Certaines de ces entreprises comme Roche, Nestlé et Novartis sont intéressantes, car leur valorisation a sensiblement baissé depuis plusieurs trimestres, et que, comme de nombreuses grandes entreprises européennes, elles sont restées l'année dernière en deçà des attentes élevées du consensus. Malgré le fait que leurs bénéfices aient continué à augmenter (plus rapidement que le reste du marché), leurs valorisations ont enregistré un net recul. Par exemple, la baisse de la note de Nestlé s'est accompagnée d'une baisse de l'ensemble du secteur Biens de consommation / alimentation.

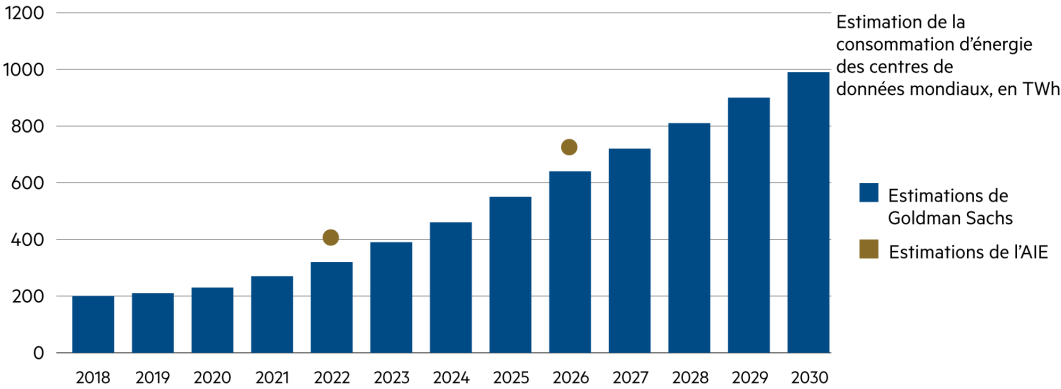
Comme ces actions sont de nature plutôt défensive, elles ont tendance à mieux se comporter, même en période de ralentissement de la croissance économique mondiale. Pourtant, au cours des derniers trimestres, nous avons assisté à une accélération surprenante, générée par la technologie. L'économie mondiale n'a pas glissé vers une récession, mais se trouve plutôt dans une phase de supercycle d'augmentation des investissements et d'adaptation rapide aux nouvelles opportunités technologiques. Les valeurs technologiques semblent néanmoins avoir atteint leurs limites actuellement.

Cela n'est pas le cas de nos actions, qui sont choisies à travers un processus de sélection rigoureux, et nous permettent d'atteindre actuellement un niveau nettement supérieur à l'indice boursier mondial (+3.1 % à fin janvier). Les résultats de Roche et de Novartis se sont également accompagnés de perspectives confiantes pour 2025. Nestlé, qui annoncera ses guidances le 13 février, pourrait bien nous surprendre positivement.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	En janvier, Partners Group et Also Holding (+13 % chacun) ainsi que Healthcare avec Roche (+12 %), Alcon et Lonza (+9 % chacun) ont apporté des contributions impressionnantes au portefeuille.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	En janvier, les principales contributions au portefeuille ont été SAP (+14 %), Deutsche Telekom (+12 %) et Siemens (+10 %).
Actions Etats-Unis	↗	↗	En janvier, les principales contributions au portefeuille depuis les États-Unis ont été Amazon et Alphabet (+8 % chacun). L'influence de Nvidia (-11 %) et d'Apple (-6 %) a été négative.
Actions Pays émergents	↗	↗	Une allocation dynamique requiert également une part modérée d'investissements directs dans les pays émergents, accompagnés d'une gestion active des risques.

Placements alternatifs

De lents changements



Besoin énergétique mondial des centres de données (Source : Agence internationale de l'énergie AIE, Goldman Sachs | Graphique : Zugerberg Finanz)

La décarbonisation de l'économie mondiale représente un thème central. Seuls 14 % de l'énergie produite dans le monde proviennent de sources d'énergie renouvelables (soleil, vent, eau). Le charbon et le pétrole représentent toujours la source la plus importante, alors que le gaz et l'énergie nucléaire gagnent progressivement du terrain. La technologie nucléaire est actuellement la deuxième source d'électricité à émissions faibles dans le monde, après l'énergie hydraulique.

L'hiver froid prolongé que traverse actuellement l'Europe s'accompagne de prix relativement élevés du gaz et de l'électricité sur le continent. Cela est également perçu par les grands consommateurs industriels, notamment en Allemagne, la seule nation du G20 à ne pas avoir de centrales nucléaires, mais qui importe de l'énergie nucléaire de France pour combler ses lacunes d'approvisionnement pendant la période hivernale.

La consommation globale d'énergie qui est indissociable des nouveaux centres de données augmente rapidement et va doubler entre 2024 et 2030. Le choix du lieu d'implantation d'un tel centre est lié à la compétitivité des prix de l'énergie. Sur ce point, l'Allemagne a, selon l'Agence internationale de l'énergie, commis « une erreur historique » en choisissant de se focaliser exclusivement sur la protection du climat. Elle en paie aujourd'hui le prix par un net recul de sa compétitivité internationale. Actuellement, l'Allemagne n'est en mesure d'offrir ni la compétitivité des prix de l'énergie, ni la sécurité de l'approvisionnement énergétique. La situation est différente au sud et au nord de l'Europe, ainsi qu'en France et en Suisse. C'est la raison pour laquelle ces régions font partie des sites privilégiés dans le paysage européen en expansion des centres de données et des sites de production industrielle.

À la fin de l'année 2024, 63 réacteurs modernes étaient en construction

dans le monde. Grâce aux nouveaux progrès technologiques, des réacteurs modulaires plus petits, appelés Small Modular Reactors dans le jargon, viendront s'y ajouter à l'avenir. L'Institut Paul Scherrer de l'EPF de Zurich mène également des recherches dans ce domaine. Au final, la question principale n'est pas la technologie nucléaire en soi, mais les nombreuses innovations qu'elle génère et leurs champs d'application dans l'économie et la science.

La pensée traditionnelle selon laquelle il faudrait chaque année de 1 à 2 % d'énergie supplémentaire est fondamentalement remise en question actuellement par des technologies disruptives. Désormais, des ordinateurs très performants sont capables d'effectuer des calculs inimaginables jusqu'ici, ce qui permet de comprendre les réactions chimiques sous un nouveau jour et d'améliorer ce faisant les propriétés des produits et les processus de production. Dans le domaine des sciences des matériaux, de nouvelles batteries seront bientôt mises au point. Des progrès phénoménaux sont également réalisés dans toute la logistique et la gestion de la chaîne des marchandises, depuis les matières premières jusqu'aux ménages privés qui procèdent aux achats. Cette liste pourrait être poursuivie à l'infini.

Dans de nombreux domaines, une concurrence mondiale pour le développement est à l'œuvre entre les États-Unis, la Chine et l'Europe. Grâce à des décennies de succès en matière de recherche, la Suisse et l'Europe en général sont encore relativement bien positionnées. Nous avons l'opportunité de pouvoir continuer à jouer un rôle de premier plan, ce qui nécessite toutefois de la propension au risque, de l'engagement sur le long terme et un partenariat solide entre l'économie, la science et la politique. Sans oublier une pensée et une action non dogmatiques en matière d'énergie.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	➡🔴	➡	La sécurité de l'approvisionnement (en énergie) à moyen et long terme et la stabilité du réseau constituent deux éléments clés de la compétitivité internationale.
Or / Métaux précieux	➡🟢	➡🟢	Le prix de l'or (2024 : +27 %, environ 2'800 USD/oz.) est déjà à nouveau en hausse cette année, bien que l'or ne rapporte ni intérêts ni dividendes.
Insurance-Linked Securities	🟢	🟢	Dans les solutions de libre passage, nous utilisons des instruments financiers qui s'accompagnent de certains risques d'assurance et qui diversifient le portefeuille de manière précieuse.
Private Equity	🟢	🟢	Les perspectives d'investissement sur le marché privé se sont nettement améliorées ces dernières semaines et ces derniers mois. Ardian a collecté à lui seul 30 milliards de dollars à cet effet.

Données du marché

Classe d'actifs		Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)		
Actions		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SMI	CHF	12'597.1	+8.6%	+8.6%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'741.3	+8.2%	+8.2%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	21'732.1	+9.8%	+9.8%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'950.2	+8.5%	+8.5%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	36'471.8	+7.3%	+7.3%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'674.0	+5.6%	+5.6%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'286.9	+8.7%	+8.7%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	44'544.7	+4.7%	+4.7%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'040.5	+2.7%	+2.7%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	19'627.4	+1.7%	+1.7%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	39'572.5	+1.0%	+1.0%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	77'500.6	-1.9%	-1.9%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	3'836.6	+3.5%	+3.5%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'093.4	+1.7%	+1.7%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligations (divers)		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.2	+0.0%	+0.0%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.5	+0.3%	+0.3%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	363.9	+1.0%	+1.0%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	273.5	+0.6%	+0.6%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Emprunts d'Etat		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	184.8	-1.1%	-1.1%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	136.6	+0.2%	+0.2%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	179.4	-0.4%	-0.4%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Obligations d'entreprise		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	190.4	-0.3%	-0.3%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.5	+0.2%	+0.2%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	614.2	+1.0%	+1.0%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	168.3	+0.2%	+0.2%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	303.9	+0.4%	+0.4%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Placements alternatifs		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Or Spot CHF/kg	CHF	81'952.7	+7.0%	+7.0%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	102.3	+3.6%	+3.6%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'676.4	-1.4%	-1.4%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Devises		31.01.2025	01/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Dollar / franc suisse	CHF	0.9109	+0.4%	+0.4%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / franc suisse	CHF	0.9441	+0.4%	+0.4%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5870	+1.9%	+1.9%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1292	-0.6%	-0.6%	+6.0%	-4.2%	-9.3%

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. 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, 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.