



(Photo: Andreas Busslinger)

Le printemps des dividendes a commencé

Sur le plan macroéconomique, l'économie mondiale se trouve actuellement sur une trajectoire de croissance solide. L'Asie connaît une croissance plutôt supérieure à la moyenne, et l'Europe sort petit à petit de la crise. En tous les cas, les données s'améliorent et la Banque centrale européenne revient à une politique monétaire neutre. Désormais sous la houlette de la République fédérale d'Allemagne, jusqu'ici extrêmement économe, on attend des mesures importantes pour faire avancer de nombreux projets d'infrastructure et renforcer la nation sur le plan de sa compétitivité et sa capacité de défense.

En revanche, les États-Unis reviennent à davantage de sobriété, après une euphorie « trumpienne » initiale. Dans un monde caractérisé par les tensions géopolitiques croissantes, les États-Unis génèrent de nombreux problèmes supplémentaires en multipliant les « Executive Orders » depuis la Maison Blanche. L'économie se refroidit plus fortement que prévu. Le taux de chômage avoisine les 4.5 %, l'emploi stagne, la tendance à la construction de nouveaux bâtiments s'affaiblit et la spirale des salaires recommence à tourner. Les taxes douanières (annoncées) ont engendré une hausse des prévisions d'inflation des ménages.

Si le plafond de la dette était à nouveau atteint dans le courant de ce mois, la volatilité macroéconomique pourrait augmenter.

Les marchés boursiers européens ont atteint de nouveaux plus hauts historiques, alors que les actions des entreprises technologiques américaines stagnent depuis six mois. L'indice boursier des « 7 super actions glorieuses » oscille et est retombé à son niveau d'il y a quatre mois. L'incertitude qui règne parmi les petites entreprises aux États-Unis a considérablement augmenté en raison de la politique douanière et commerciale. Les activités en matière de fusions et acquisitions (M&A) sont également sources de déception, probablement aussi en raison de la confirmation la semaine dernière par les républicains que les directives strictes de l'ère Biden relatives aux propositions de M&A seraient maintenues.

Les actions suisses évoluent de manière réjouissante. La saison des dividendes commence mi-mars, atteint son paroxysme en avril et se termine pour la plupart déjà à la fin mai. Pour nous, une chose est claire : il faut rester investis.

Février confirme la tendance à la hausse

La tendance haussière des actions suisses s'est poursuivie en février et a été nettement plus forte en Europe qu'aux États-Unis. Jusqu'ici, l'indice S&P500 (+1.2 % depuis le début de l'année) et l'indice technologique du Nasdaq (-2.4 %) sont restés nettement à la traîne par rapport aux marchés européens. L'indice boursier mondial a légèrement augmenté depuis le début de l'année (BBG World : +2.5 %). Quant à l'indice obligataire mondial (+0.9 %), il a légèrement augmenté, tandis que les obligations suisses ont reculé (-0.8 %). L'indice des obligations de la Confédération a reculé encore davantage (-1.5 %). En revanche, nos solutions obligataires se sont nettement mieux comportées et enregistrent toutes une hausse.

Dans un tel environnement des marchés des capitaux, la classe de risque défensive 1 (par exemple, +2.3 % pour Revo1 qui contient une

part élevée d'obligations) a confirmé sans changement un rendement clairement positif. Dans la classe de risque « équilibrée » 3 (par exemple, Revo3 avec +3.4 %, +0.2 % en février), la volatilité des performances des actions technologiques américaines s'est faite sentir, et encore davantage dans la classe de risque dynamique 5 (par exemple, Revo5 +4.8 % ; pas de changement en février).

En ce moment, la stratégie de dividendes affiche une performance exceptionnelle (par exemple Revo Dividendes avec +8.5 % ; +2.7 % en février), grâce à de nombreuses actions à dividendes élevés. Depuis le début de l'année, ce sont les titres suivants du portefeuille qui ont enregistré la hausse la plus importante : Deutsche Telekom (+20 %), Cembra Money Bank (+18 %), Siemens (+17 %), Roche (+17 %) et Nestlé (+16 %).

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Février 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+0.9% ↗	+2.1% ↗
Zugerberg Finanz R2	+0.9% ↗	+2.8% ↗
Zugerberg Finanz R3	+0.4% ↗	+3.0% ↗
Zugerberg Finanz R4	+0.1% ↗	+3.4% ↗
Zugerberg Finanz R5	+0.0% →	+3.9% ↗
Zugerberg Finanz RDividendes	+3.1% ↗	+8.4% ↗
Zugerberg Finanz Revo1	+0.8% ↗	+2.3% ↗
Zugerberg Finanz Revo2	+0.8% ↗	+3.2% ↗
Zugerberg Finanz Revo3	+0.2% ↗	+3.4% ↗
Zugerberg Finanz Revo4	+0.2% ↗	+4.1% ↗
Zugerberg Finanz Revo5	+0.0% →	+4.8% ↗
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+2.7% ↗	+8.5% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.6% ↘	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.8% ↘	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.9% ↘	+0.5% ↗

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Février 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.7% ↗	+1.3% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.8% ↗	+2.1% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.8% ↗	+2.5% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.8% ↗	+3.4% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.7% ↗	+3.9% ↗

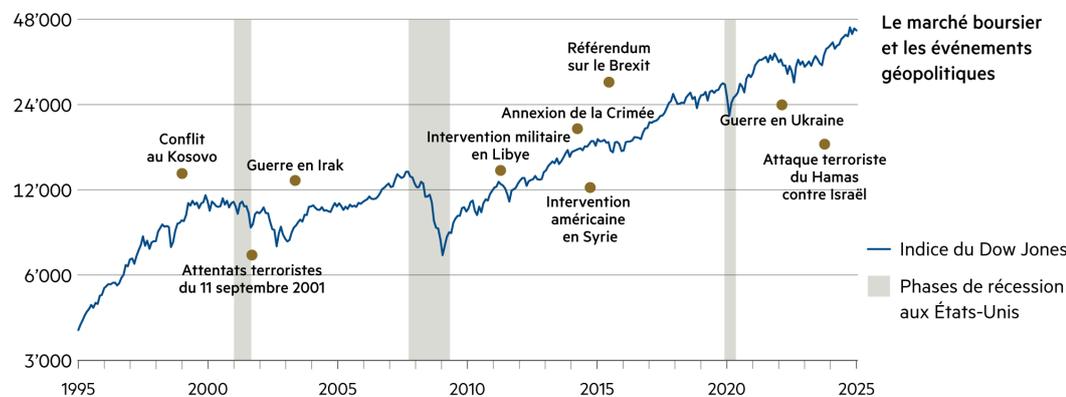
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Février 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.8% ↗	+2.3% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.8% ↗	+3.2% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.2% ↗	+3.4% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.2% ↗	+4.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.0% →	+4.8% ↗
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+2.7% ↗	+8.5% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.6% ↘	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.8% ↘	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.9% ↘	+0.5% ↗

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

Macroéconomie

Résilience géopolitique



Le marché boursier ne se laisse pas influencer par les événements géopolitiques (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Traditionnellement, le marché boursier ne se laisse pas influencer par les tensions géopolitiques. Il en a toujours été ainsi et cela se vérifie à nouveau. À plusieurs endroits, les prévisions de croissance européennes sont modérément revues à la hausse, car on ne croit pas vraiment aux fragiles signes de reprise. Toujours est-il que la demande de crédit dans la zone euro a connu en janvier (+2 %) sa plus forte hausse depuis juillet 2023. Aux États-Unis en revanche, la désillusion gagne du terrain, car la suprématie technologique est remise en question par la concurrence étrangère.

Le président américain Donald Trump a entamé son deuxième mandat en s'adonnant à de nombreuses activités sur les réseaux sociaux et en signant un total de 70 « Executive Orders ». Certains de ces décrets concernent la politique intérieure, notamment le contrôle de l'immigration, l'emploi au niveau fédéral et la déréglementation, d'autres ont davantage d'importance pour les autres pays.

Lors d'une première étape, l'augmentation des taxes douanières n'a eu lieu que pour la Chine, mais le Canada et le Mexique doivent s'attendre à des augmentations différées, et à partir du 12 mars, des taxes seront appliquées sur l'acier et l'aluminium. Trump a également proposé d'imposer des droits de douane réciproques à partir d'avril. Le même jour, il a partiellement changé de position, ce qui a suscité la perplexité même dans son propre camp. Toujours est-il que les investisseurs doutent de plus en plus que le « Trump Trade » en vaut vraiment la peine. Depuis son élection, les marchés boursiers américains stagnent et l'« exceptionnalisme » du paysage boursier américain a perdu son aura d'intangibilité. Les actions Tesla d'Elon Musk, allié de Donald Trump, ont perdu environ 40 % depuis la mi-décembre.

Trump entend également mettre fin à la situation en Ukraine, sans consi-

dérer les pertes. Dans la dernière résolution de l'ONU favorable à la Russie, on ne mentionnait plus la « guerre » et l'« agresseur », mais plutôt un « conflit » et des « violations », le tout sous la pression de la Maison Blanche. Les négociations menées avec Vladimir Poutine semblent avoir pour but non seulement de lever les sanctions contre la Russie, mais également de conclure un accord sur l'exploitation commune des matières premières ukrainiennes entre l'Ukraine et les États-Unis, qui jouera également un rôle central.

Depuis quelques semaines à peine, le reste du monde se prépare à un nouvel ordre mondial dans lequel les États autocratiques et le nationalisme économique joueront un rôle plus important. L'évolution de la situation politique en Europe pourrait contribuer à renforcer la détermination des États indépendants.

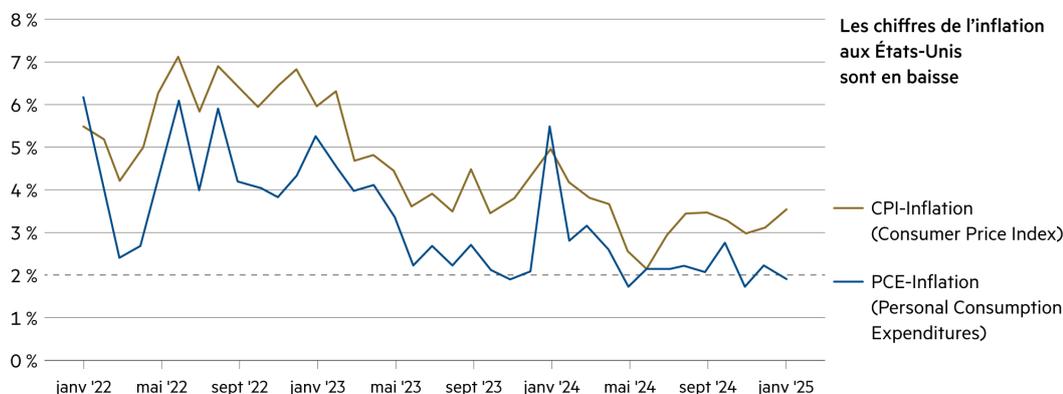
En Chine, DeepSeek rappelle aux autorités chinoises l'élan que les services du secteur privé pourraient donner à l'économie. C'est pourquoi le dirigeant chinois Xi Jinping a amorcé un rapprochement avec Alibaba, qui a débouché sur une promesse (analogue à celle des géants américains de la technologie) d'investir 50 milliards de dollars dans des centres de données et des services Cloud liés à l'IA pour les entreprises chinoises.

Il est intéressant de constater que les modèles d'IA européens (Mistral AI) et chinois (DeepSeek, Qwen2.5 d'Alibaba), qui sont moins relayés dans l'actualité, pourraient déstabiliser la domination actuelle des modèles américains, car leurs coûts sont nettement inférieurs. Et c'est justement cette diminution des coûts de développement de nouveaux modèles d'IA moins gourmands en énergie qui devrait en même temps entraîner une plus grande diffusion et ainsi, des gains de productivité plus rapides.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	La Suisse se situe au milieu de pays qui évoluent dans un environnement conjoncturel difficile, même si des signaux positifs ont eu lieu récemment.
Zone euro, Europe	↗	↗	Les associations, et pas seulement en Allemagne, exigent de plus en plus énergiquement une réduction de la bureaucratie et des allègements fiscaux. L'Europe doit se réorienter.
Etats-Unis	↗	↗	Le taux de charge d'intérêts est désormais supérieur à 10 %, ce qui signifie que plus d'un dollar fiscal sur dix est consacré au paiement des intérêts de l'endettement public.
Reste du monde	↗	↗	D'une manière générale, la baisse des prix de l'énergie favorise la croissance des pays émergents, mais réduit également les incitations intrinsèques à l'efficacité énergétique.

Liquidités, devises

L'inflation baisse aux États-Unis également



Les chiffres de l'inflation aux États-Unis sont en baisse (Source : GoldmanSachs Economic Indicators Update 19.02.25 | Graphique : Zugerberg Finanz)

Depuis mi-2022, les taux d'inflation ont nettement diminué. C'est un phénomène observé dans le monde entier, même si les banques centrales de nombreux pays maintiennent leur politique monétaire restrictive, car elles souhaitent voir de nouveaux progrès. Alors que la baisse des taux d'inflation était la principale promesse électorale de Donald Trump, les États-Unis en sont encore loin. Les incertitudes augmentent concernant l'évolution de l'inflation et les activités économiques aux États-Unis, alors que la croissance de leur PIB s'affaiblit.

Un jour, la baisse des prix de l'énergie devrait reporter l'inflation sur une trajectoire descendante. C'est également l'une des raisons pour lesquelles le président américain Donald Trump cherche à conclure un accord de paix avec la Russie tout en mettant fin aux embargos sur le pétrole et le gaz. En effet, sa politique douanière stimule l'inflation, et il lui faut contrecarrer cette tendance en faisant pression sur les prix de l'énergie.

La banque centrale américaine (Federal Reserve, Fed) poursuit sa politique restrictive, bien que l'inflation PCE, sa jauge de référence pour mesurer l'inflation de la consommation effective des ménages, se situe depuis quelques mois dans la fourchette cible de « 2 % en moyenne » sur une base annuelle. Mais la Fed constate que l'incertitude quant à la trajectoire de l'inflation augmente, notamment en raison de la politique économique et commerciale de Trump qui alimente justement l'inflation. Dans ses procès-verbaux, la Fed indique qu'elle souhaite voir d'autres améliorations sur le plan de l'inflation et qu'elle n'est pas pressée de baisser à nouveau les taux d'intérêt.

En outre, il est intéressant que Donald Trump souhaite supprimer le plafond de la dette, qui a été établi il y a plus de cent ans (en 1917)

pour lutter contre les politiciens dépensiers. Bien entendu, il doit le faire « maintenant et tout de suite », tant qu'il n'a pas à renégocier son augmentation. Car le déficit s'élevait récemment à 1800 milliards de dollars, soit 6.4 % du produit intérieur brut. La discipline budgétaire ne devrait pas non plus faire partie du programme du gouvernement Trump.

Dernièrement, les négociations relatives au plafond de la dette ont toujours constitué un moyen de pression politique important pour l'opposition, qui a ainsi été en mesure d'imposer certaines positions de négociation, car les conséquences en cas de non-relèvement du plafond seraient catastrophiques. Toutefois, ce que Trump craint, c'est de devoir conclure un compromis avec les démocrates. De plus, le plafond pourrait compromettre les négociations visant à obtenir l'accord du Congrès pour son plan durable de baisse d'impôts.

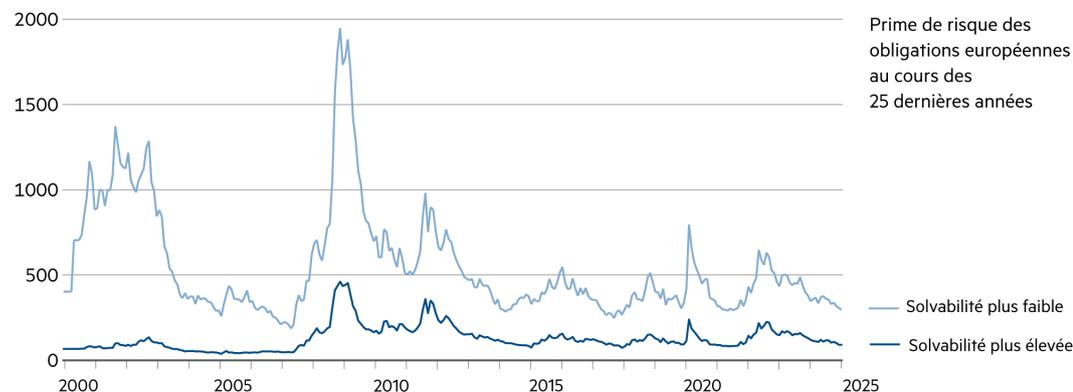
L'idée de défendre le dollar américain à l'extérieur n'est certainement pas étrangère à ce contexte. Les pays qui envisageraient ne serait-ce que de remplacer le dollar comme principale monnaie d'échange et de réserve ont été menacés de sévères représailles par les États-Unis. Les obligations d'État américaines (« Treasury Bonds ») sont considérées comme les placements les plus sûrs et les plus appréciés au monde.

Selon les calculs de Washington, la dette extérieure nette s'élève désormais à plus de 24'000 milliards de dollars. Même si la notation des États-Unis s'élève « seulement » à AA+, leurs obligations restent plus populaires que celles de l'Union européenne, notées AAA. Compte tenu du faible potentiel de croissance de l'Europe en raison de sa démographie, les obligations américaines, qui présentent un potentiel de croissance plus élevé, demeurent la référence.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Il existe une forte probabilité pour que la Banque nationale suisse baisse le taux directeur dans le cadre de son examen de la situation économique et monétaire du 20 mars.
Euro / Franc suisse	→↗	→	Après la baisse des taux d'intérêt le 6 mars, la BCE pourrait déjà passer à la prochaine étape le 17 avril afin de se rapprocher du niveau neutre.
Dollar américain / Franc suisse	→↘	↘	Les taux des fonds fédéraux devraient baisser deux fois d'ici fin 2025. Le marché des capitaux table implicitement sur trois baisses de taux.
Euro / Dollar américain	→↗	→↗	Il est surprenant que, jusqu'à présent, la tactique de négociation et la rhétorique belliqueuse des États-Unis ont été plus défavorables au dollar qu'elles ne lui ont été bénéfiques.

Obligations

Les primes de risque restent intéressantes



Prime de risque des obligations par rapport aux obligations d'État en Europe, du 01.01.2000 au 28.02.2025 (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Par rapport aux emprunts d'État, les entreprises doivent payer une prime de risque, ce qui rend les emprunts d'entreprises intéressants. C'est dans le segment des obligations à haut rendement que les primes sont les plus élevées. Les risques de taux d'intérêt y sont faibles, car de nombreuses obligations ont une durée plutôt courte. Il est important de veiller à une diversification disciplinée et à une gestion solide des risques, qui sont essentielles pour accompagner les activités tactiques.

Au début de la pandémie de coronavirus, les marchés du crédit ont cru que certaines obligations ne seraient plus rémunérées ni remboursées. Les primes de risque ont grimpé en flèche au printemps 2020, comme cela avait été le cas pour la dernière fois lors de la grande crise économique et financière de 2008/09. Mais il n'y a pas que l'économie qui s'est montrée résiliente, les entreprises aussi.

Les faillites ont été rares parmi les débiteurs. Dans certains cas, il y a eu une restructuration des dettes, parfois un report de la date de remboursement. Il y a trois ans, les primes de risque ont de nouveau augmenté, ce qui est intéressant. Aucun changement en matière de taux n'a jamais eu lieu de manière aussi spectaculaire et rapide que celui de 2022, quand les banques centrales du monde entier ont réagi de manière pratiquement synchrone à l'inflation galopante de la phase post-coronavirus.

Mais la résilience des entreprises a été sous-estimée. Contrairement à 2008/2009, la grande majorité d'entre elles disposaient d'assez de liquidités pour honorer leurs obligations et rembourser leurs emprunts à

temps. Le taux de défaillance cumulé sur cinq ans des émetteurs européens est resté relativement faible. Dernièrement, la notation moyenne dans le segment à haut rendement s'est améliorée au point que l'on peut affirmer que la qualité des débiteurs sous-jacents n'a jamais été aussi bonne.

Les primes de risque restent intéressantes, mais leur gestion nécessite beaucoup d'attention et de discipline. Nous avons recours à des fonds, car ils nous permettent de bénéficier d'avantages en termes de diversification. De nombreuses obligations ne peuvent être acquises qu'à partir d'un volume nominal d'au moins 100'000 et 200'000 francs ou euros. Toutefois, il est également important que le fonds correspondant corresponde à la propension au risque individuelle.

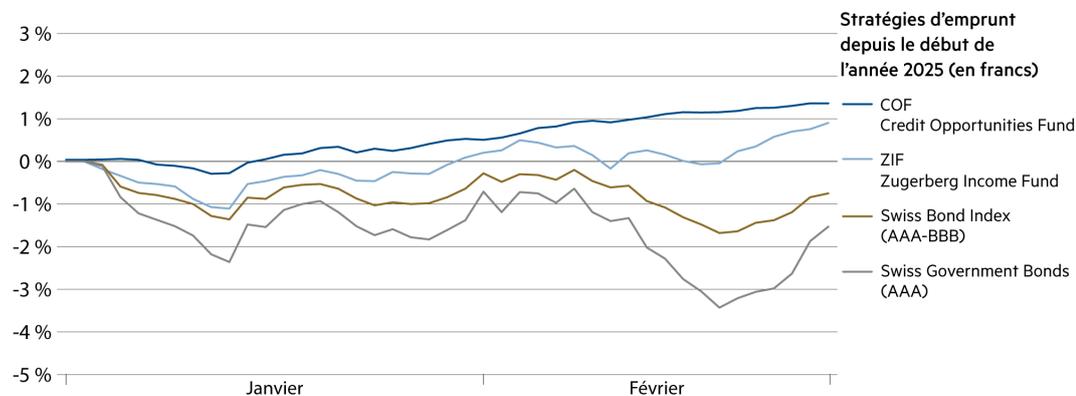
Par exemple, les obligations subordonnées et à haut rendement se trouvent principalement dans le Credit Opportunities Fund. Quant aux obligations prioritaires, dont les émetteurs sont considérés comme ayant une solvabilité plus élevée, elles se trouvent en revanche principalement dans le Zugerberg Income Fund. Il s'agit d'un amortisseur efficace de chocs en cas de revers potentiels sur les marchés boursiers. Nous sommes d'avis qu'il est judicieux de détenir des obligations dans un portefeuille afin de se protéger quelque peu contre les turbulences.

Les durées que nous considérons sont également caractéristiques, qu'elles soient plutôt courtes (COF) ou plutôt longues (ZIF). En cas de recours à des obligations en devises étrangères, le portefeuille est largement protégé contre les fluctuations des taux de change.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	↘	↘	Au vu des risques d'inflation, la Fed reste nettement plus prudente que la BCE sur le plan des baisses des taux d'intérêt, car elle s'inquiète des effets inflationnistes de la politique de Trump.
Obligations d'entreprises	↘	➔➡	Pour atteindre l'objectif de rendement visé, il s'agit de trouver un équilibre entre diversification et conviction, durées, solvabilité, devise, secteur d'activité, etc.
Obligations hybrides et à haut rendement	↘	➔➡	Les obligations d'entreprises subordonnées et à haut rendement continuent de trouver leur place dans nos portefeuilles, et font l'objet d'une sélection rigoureuse.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Un démarrage d'année solide



Stratégies d'emprunt depuis le début de l'année 2025, en francs (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

La composante obligataire joue un rôle important dans un portefeuille conservateur et équilibré. Dans un tel cadre, nous veillons à ce que nos solutions actives en matière d'obligations se développent mieux que le marché. Cela n'est pas toujours le cas, mais le début de l'année 2025 est prometteur. Le Swiss Bond Index (-0.8 %) a subi une perte de valeur indéniable. En revanche, notre fourchette s'étend du Zugerberg Income Fund (ZIF : + 0.9 %), à orientation conservatrice, au Credit Opportunities Fund axé sur les primes (COF : +1.4 %).

Actuellement, personne ne veut des obligations de la Confédération. Les risques de taux d'intérêt sont considérables et les perspectives de Cash Flow positif grâce à des revenus nets d'intérêts (après impôt sur le revenu) sont faibles. Malgré une excellente solvabilité (AAA), l'indice des obligations de la Confédération a nettement dérivé en zone négative (-1.5 %) depuis le début de l'année. Ainsi, près de la moitié de la performance annuelle de 2024 (+4.1 %) a été effacée au cours des deux premiers mois de 2025. Ces cinq dernières années, la performance totale cumulée est tombée en zone négative à deux chiffres (-11.0 %), raison pour laquelle certains investisseurs se détournent des obligations d'État suisses.

En effet, les choses vont mieux pour les obligations d'entreprises, même si, pendant tout le cycle économique, il peut arriver qu'une entreprise perde sa notation « high grade » et soit rétrogradée (par exemple, le fabricant de génériques Teva). D'une manière générale, les obligations d'entreprises offrent un rendement supérieur sur le long terme que les placements sans risque (obligations d'État). Ce rendement supérieur est une compensation pour le risque de défaillance plus élevé et la liquidité généralement plus faible et correspond, en termes de théorie financière,

à une combinaison de prime de risque de crédit et de prime d'illiquidité.

En Europe, compte tenu des perspectives de croissance plutôt mitigées, on devrait voir les taux d'intérêt baisser plutôt qu'augmenter dans un avenir proche. Les entreprises en profiteront. Cette asymétrie se distingue d'une manière générale de la situation des États-Unis, où la politique monétaire restera d'abord restrictive, alors qu'en Europe, le passage à une politique monétaire neutre, voire accommodante, est prévu dès le printemps 2025.

Dans la stratégie à faible risque (par exemple, Revo1), nous avons récemment ajouté un ETF composé d'obligations d'entreprises du marché des capitaux en francs suisses, qui comprend des obligations de Roche, Novartis, Nestlé, etc. La duration est modérée (4.5). Le coupon moyen est de 1.4 % et le rendement à l'échéance de 1.1 %. Nous espérons que cette composante contribuera positivement à la solidité conjoncturelle du portefeuille.

Dans l'ensemble, nous sommes toutefois convaincus de l'intérêt des solutions obligataires actives. Pour l'heure, les notations BBB et BB conservent un intérêt marqué, à condition que l'on dispose d'un budget de risque approprié. Ce segment est appelé « Crossover » car il se situe entre la catégorie de solvabilité « élevée » (« high grade ») et la catégorie « faible » (« high yield »). Il s'agit désormais d'une classe d'actifs prête à être commercialisée, qui offre un rendement attractif et présente une liquidité suffisante.

Contrairement aux États-Unis, les conditions d'emprunt européennes sont relativement favorables aux investisseurs. Toutefois, un processus de sélection rigoureux est déterminant pour réduire davantage les risques spécifiques et limiter les mauvaises surprises.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2024 (rendement sur toute l'année)	+0.9 %	+1.4 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-6.9 % (-1.1 %)	+36.1 % (+2.5 %)
Quantité de mois de performance positive :	55 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	91 PB (+6 PB)	428 PB (+11 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

Des rendements de distribution intéressants



Mobimo : le quartier Aeschbach à Aarau se développe, avec des logements attrayants (126 appartements à louer) (source de l'image : aeschbachquartier.ch)

Les intérêts sur les avoirs en banque ont disparu et les obligations de bonne qualité ne rapportent plus vraiment non plus. Cette situation ne devrait pas changer de sitôt, raison pour laquelle de nombreux investisseurs se tournent désormais vers les actions de sociétés immobilières. Ils apprécient la stabilité maximale de la valeur de l'investissement sous-jacent, qui peut être combinée à un paiement annuel garanti.

Ces dernières semaines, les résultats de plusieurs sociétés immobilières suisses ont été publiés et commentés par leur direction. Toutes ces publications faisaient état d'une demande accrue de la part des investisseurs privés. Ceux-ci sont confrontés au fait que la phase des coupons élevés pour les obligations appartient déjà au passé. Ils se détournent des obligations et investissent davantage dans des sociétés immobilières cotées en bourse. Celles-ci disposent non seulement d'une grande stabilité de valeur (« or en béton »), mais aussi de sources fiables (revenus locatifs) pour les versements de dividendes.

La palette des actions immobilières suisses est large, mais l'indice correspondant (SXI Real Estate All Shares Index) est dominé par un petit nombre de sociétés. En termes de capitalisation boursière, Swiss Prime Site occupe la première place avec une valeur de marché de 8.4 milliards de francs. PSP Swiss Property arrive à la deuxième place avec 6.1 milliards de francs. Viennent ensuite Allreal (2.9 milliards), Mobimo (2.2 milliards), Investis (1.4 milliard), Intershop (1.3 milliard) et Zug Estates (1.1 milliard). Toutes ces sociétés ont des caractéristiques diffé-

rentes et des priorités commerciales et géographiques distinctes.

Considéré largement, on pourrait également y inclure Flughafen Zürich (6.8 milliards), car ses 150 bâtiments environ (dont « The Circle ») et ses parkings sont sa principale source de revenus.

En tant qu'investisseur, on gagne tout d'abord grâce aux dividendes. D'un point de vue fiscal, il est intéressant de noter que la distribution est exonérée d'impôt sur le revenu. D'une part, parce qu'il s'agit formellement de remboursements de capital, d'autre part parce que les sociétés paient les impôts. Chez Mobimo, par exemple, la distribution s'élèvera à 10.25 francs (+2.5 % par rapport à la distribution d'avril 2024). Le bénéfice par action issu des « activités quotidiennes » opérationnelles (principalement les revenus locatifs) était de 12.59 francs ; si l'on ajoute la réévaluation, il s'élève à 17.26 francs.

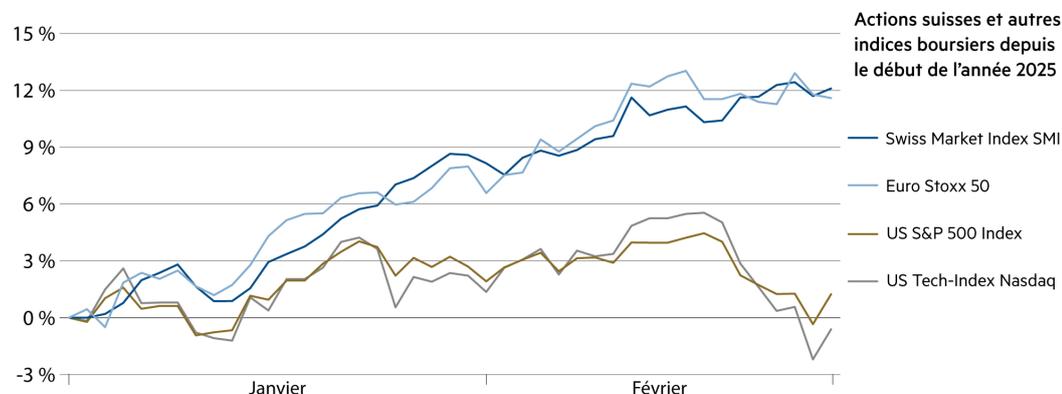
Ainsi, l'actionnaire de Mobimo perçoit un rendement de distribution attractif de 3.3 % et participe dans le même temps à des bénéfices en hausse tendancielle provenant de développements considérables et de ventes réussies. Des progrès très encourageants ont pu être réalisés grâce à la demande ininterrompue en propriétés par étage : rien qu'à Oberägeri (ZG), cela a concerné 67 actes notariés en 2024.

Par rapport à la fortune nette de placement, les actions de sociétés immobilières telles que Mobimo et PSP se négocient avec un agio d'environ 20 %. Et cela ne reflète certainement pas tout le potentiel qui sommeille dans ces deux sociétés. C'est pourquoi nous les utilisons dans diverses stratégies (notamment dans la stratégie de dividendes).

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	La gestion catastrophique de l'aménagement du territoire et le comportement des pouvoirs publics engendrent une activité de construction trop faible malgré une forte demande, en particulier sur le Plateau.
Surfaces de vente et de bureaux CH	↔↗	↔↗	Le nombre de biens d'investissement vacants de haute qualité est actuellement en baisse. Cependant, le marché des transactions n'a pas encore vraiment changé.
Fonds immobiliers CH	↘	↔↘	Les placements immobiliers indirects suisses (CHREF) ont regagné une attractivité relative en raison de la baisse des taux d'intérêt sur le marché des capitaux en francs suisses.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	L'intérêt croissant que suscitent les centres de données et leur approvisionnement énergétique se répercute sur les gestionnaires d'infrastructures.

Actions

Un bon début d'année 2025 en Europe



Actions suisses et autres indices boursiers depuis le début de l'année 2025, en monnaie locale (source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Nos portefeuilles ont bien démarré la nouvelle année. C'est le printemps : la saison des dividendes commence en Suisse avec de nombreuses entreprises prometteuses qui en distribuent une partie et en réinvestissent une autre. D'une manière générale, les actions européennes ont bien démarré la nouvelle année, mais la qualité sur le plan de la croissance et des bénéfiques sur le long terme de notre sélection technologique américaine ne doit en aucun cas être sous-estimée.

Les actions européennes ont été sous les feux de la rampe cette année et ont réalisé une importante surperformance de plus de 10 % par rapport à l'indice de référence américain S&P 500. Des signes de stabilisation en Europe, soutenus par une poursuite de la normalisation des taux directeurs par la BCE et des valorisations fortement réduites par rapport aux États-Unis, ont créé un vent favorable. L'intérêt des investisseurs internationaux a également connu un net regain, avec des flux de capitaux vers les actions européennes sensiblement plus importants que lors des trimestres précédents.

Des taux directeurs nettement plus bas qu'aux États-Unis et une inflation en baisse (à peine supérieure à 2 % au printemps) continuent de soutenir la demande intérieure et la reprise de l'activité économique. Les valorisations actuelles des actions européennes tiennent compte d'un scénario économique très faible. Il est vrai qu'il existe toujours des incertitudes, mais la marge de manœuvre est suffisante pour rattraper les valorisations, notamment grâce à un éventuel scénario de paix en Ukraine. De nombreuses entreprises telles que Siemens, Schneider Electric, Holcim et Sika pourraient bénéficier de manière exceptionnelle de la reconstruction potentielle.

Pour l'heure, de nombreuses entreprises envoient des signaux prudents, mais pleins d'espoir. En voici une brève sélection :

- **Apple** (-4 % en USD depuis le début de l'année) veut créer 20'000 emplois aux États-Unis. Le PDG Tim Cook a annoncé le plus grand

programme d'investissement américain jamais réalisé par le groupe. Cela s'inscrit probablement dans un contexte de crainte sur le plan des taxes douanières. Apple a déjà utilisé une fois cette tactique avec succès par le passé.

- **Microsoft** (-6 %) reste notre favori en raison du potentiel de développement des logiciels, de l'assistance AI combinée aux centres de données et aux plateformes cloud.
- **Nvidia** (-9 %) n'a pas réussi à convaincre totalement les investisseurs à long terme avec ses perspectives optimistes et son potentiel de hausse inhérent en tant que leader de la technologie IA.
- **Mastercard** (+9 %) : Avec 25.8 %, MC est clairement le numéro 2 sur le marché américain des cartes de crédit, derrière le leader Visa qui détient 61.1 % de parts de marché. Mais c'est surtout à l'international que MC rattrape son retard.
- **Nestlé** (+16 %) a atteint son plus haut niveau depuis cinq mois, bien que le redressement demande de la patience. Sous la direction du nouveau PDG Laurent Freixe, l'accent est placé sur une importante génération de trésorerie, ce qui rendrait possible déjà pour 2026 un nouveau programme de rachat d'actions et une augmentation des dividendes.
- **Roche** (+17 %) s'en tient délibérément à l'attrayant secteur du diagnostic, car il en résulte de nombreuses synergies sur le plan strictement technologique. En outre, grâce à l'IA et au Chief Digital Technology, l'entreprise fait progresser ses activités de recherche et développement en s'appuyant sur de meilleures bases de données.
- **Novartis** (+10 %) se trouve actuellement dans une forme enviable avec son médicament générateur de chiffre d'affaires Entresto, un médicament pour le cœur, et son médicament anticancéreux Pluvicto. Sous la direction du PDG Vas Narasimhan, la marge bénéficiaire d'exploitation de base devrait atteindre 40 % d'ici 2027.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Depuis le début de l'année, l'action de Kühne+Nagel (pas de changement) est celle qui a le moins bien performé au sein du SMI. Toutes les autres actions du SMI de notre portefeuille étaient en hausse fin février.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Les plus fortes contributions au portefeuille en CHF depuis le début de l'année ont été réalisées par Siemens (+20%), Deutsche Telekom (+19%) et SAP (+13%).
Actions Etats-Unis	→	↗	Les contributions au portefeuille ont été variées : Mastercard et Nvidia (+4% chacun), Apple (+3%) vs. Microsoft (-4%), Amazon (-11%) et Alphabet (-17%).
Actions Pays émergents	↗	↗	Le rebond de longue date du marché des actions en Inde (-10%) a été interrompu par un déplacement de l'allocation des actions des marchés émergents vers la Chine.

Placements alternatifs

Il n’y a pas d’alternative à l’État



Salle du Conseil national au Palais fédéral à Berne (source de l'image : Mor65_Mauro Piccardi – stock.adobe.com)

Cette fois, nous n’aborderons pas en premier les placements alternatifs, mais le thème de l’État. L’« État profond » agit aussi en Suisse. Au Parlement et au Conseil fédéral, tout le monde œuvre certainement en vue d’atteindre le noble objectif de rendre la Suisse meilleure, plus sûre et plus juste. Cependant, les nouvelles lois, ordonnances et autres règlements tels que les circulaires, etc. ne peuvent être adoptés sans la participation de l’administration. Cela peut inclure des détails importants et soudain, le projet prévu prend une tout autre orientation.

Il existe une multitude d’exemples de ce genre de comportement, car au bout du compte, le Conseil fédéral s’appuie souvent sur d’innombrables experts internes à l’administration. L’autorisation des rachats dans le pilier 3a constitue un exemple récent : la motion Ettlin adoptée par le Parlement ne prévoyait aucune restriction aux versements supplémentaires. Le Conseil fédéral, ou plutôt l’administration, qui devait procéder à la formulation des articles modifiés de l’ordonnance, était d’un avis différent.

Le Parlement ne peut intervenir au niveau de l’ordonnance, mais seulement au niveau de la loi. Le quotidien Neue Zürcher Zeitung a accusé le Conseil fédéral de « désobéissance ». Toutefois, puisqu’il s’agit d’une ordonnance, il n’y a pas grand-chose à faire, comme le souligne le site Internet « Vorsorgeforum » dans sa dernière newsletter sur le 2e pilier.

Il existe également une certaine incertitude concernant le libre passage (LP). En 2022, de nombreuses caisses de pension sont tombées massivement en situation de découvert. Mais qui a envie de transférer ses avoirs de libre passage à une caisse en découvert, et de risquer de perdre des avoirs en cas de sortie, après que des cotisations d’assainis-

sement aient peut-être dû être versées ?

Même « Vorsorgeforum » est d’avis qu’« il vaut mieux placer son argent à l’extérieur et attendre des jours meilleurs. [...] Bien que la LPP prescrive le transfert des avoirs de libre passage, il arrive qu’il n’ait pas lieu dans un nombre indéterminé de cas. La caisse destinataire ne peut pas l’imposer et cessera un jour ou l’autre ses efforts si l’assuré ne réagit pas à ses sollicitations ».

En fin de compte, la responsabilité incombe aux assurés, et cela devrait rester ainsi. Il y a plus d’un million de mutations par an dans les caisses de pension suisses. C’est pourquoi il convient d’être prudent et d’éviter d’ajouter de nouveaux obstacles administratifs coûteux. Il existe une autre raison à cela, et c’est là que nous revenons aux placements alternatifs : de nombreuses caisses de pension n’investissent pas dans des placements alternatifs et sont ainsi tombées en situation de découvert. Elles ne bénéficient pas des rendements correspondants.

La récente et intéressante étude « Private Markets in Switzerland : Scaling Innovation & Growth » réalisée par l’Asset Management Association Switzerland, l’association professionnelle SECA et le BCG, illustre le potentiel des marchés privés en tant que classe d’actifs en plein essor à long terme qui offre un bon rendement. La caisse de pension de droit public Publica n’investit pas dans cette catégorie d’actifs et affiche des performances médiocres. Il en va tout différemment pour la SUVA par exemple, qui est le plus grand investisseur sur le marché privé en Suisse, comme cela est expliqué dans l’étude. Sa caisse de pension dispose d’une allocation très rentable en Private Equity, Private Debt et Private Infrastructure, qui représente au total 15.5 %.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	↘	→↗	Les prix du pétrole brut (70 USD pour WTI Crude et 73 USD pour le Brent Crude) sont inférieurs aux prix moyens des trois dernières années et ont un effet stabilisateur.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	Les déficits de l’offre et une demande industrielle croissante pourraient aider le prix de l’argent à rattraper l’évolution de l’or.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	La prime de rendement des Cat Bonds a chuté à 6 % au cours des deux dernières années, mais elle représente toujours 17 fois le rendement du marché monétaire en francs suisses.
Private Equity	↗	↗	Etant donné que la volatilité pourrait durer, les investisseurs doivent trouver des moyens de protéger leurs portefeuilles contre les turbulences et les potentiels ralentissements du marché.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		28.02.2025	02/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Actions							
SMI	CHF	13'004.5	+3.2%	+12.1%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	17'150.0	+2.4%	+10.8%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	22'551.4	+2.8%	+12.9%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	8'111.6	+1.1%	+9.7%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	38'655.1	+5.0%	+12.7%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'809.7	+2.0%	+7.7%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'463.5	+2.4%	+11.4%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	43'840.9	-2.2%	+2.4%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	5'954.5	-2.1%	+0.6%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	18'847.3	-4.6%	-3.0%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	37'155.5	-4.0%	-3.0%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	73'198.1	-7.1%	-8.9%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	3'805.3	-1.5%	+2.0%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'097.3	-0.3%	+1.4%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	154.2	+0.7%	+0.6%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	185.8	+1.3%	+1.5%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	365.6	+0.5%	+1.5%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	276.9	+1.2%	+1.9%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	183.7	-0.6%	-1.7%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.1	+1.8%	+2.0%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	180.3	+0.5%	+0.1%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	190.4	+0.0%	-0.3%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.6	+1.7%	+1.9%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	616.4	+0.4%	+1.4%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.0	+0.4%	+0.7%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	306.5	+0.8%	+1.3%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	82'976.3	+1.2%	+8.4%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	102.8	-0.2%	+3.4%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'788.2	+4.2%	+2.7%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.9031	-0.9%	-0.5%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / franc suisse	CHF	0.9371	-0.7%	-0.3%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5995	+2.1%	+4.0%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1360	+0.6%	+0.0%	+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 28/02/2025 ; données économiques au 28/02/2025 ; pronostics économiques au 28/02/2025. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.