



Photo: Andreas Busslinger

La croissance de l'économie mondiale se poursuit

Début 2025, l'économie mondiale semblait en bonne forme. Entre-temps, la dynamique s'est quelque peu affaiblie, même si l'indice global des directeurs d'achat (PMI) continue de signaler une croissance tendancielle. Par conséquent, nous maintenons notre scénario principal, dans lequel nous tablons sur une croissance économique mondiale d'environ 3 % pour cette année. L'OCDE prévoit également une telle croissance réelle pour cette année et l'année prochaine.

La politique commerciale américaine et la croissance faible du produit intérieur brut aux États-Unis sont considérées comme les principaux risques conjoncturels. Dans ce cadre, on prévoit un ralentissement de la croissance du PIB à 1.6 % en 2026 en raison de la politique commerciale et douanière disruptive des États-Unis. Les craintes et l'incertitude ont réduit à néant l'optimisme des PME. Les perspectives d'une poursuite

de la politique inflationniste restent importantes et affectent tant le moral des investisseurs que le climat sur les marchés financiers. À court terme, il y a donc lieu de s'attendre à une correction prolongée. Bien que les craintes de récession imminente aux États-Unis nous semblent exagérées, le risque de stagflation demeure toutefois bien réel.

L'opinion que nous avons exprimée en début d'année, selon laquelle la valorisation des actions européennes est attrayante, s'est avérée plus tôt que prévu. La Banque centrale européenne est également revenue à une politique monétaire neutre et les décideurs européens ont pris avec détermination des mesures destinées à stimuler l'économie et à assurer la paix. Les événements actuels sont favorables aux actions européennes, même si une sélection rigoureuse avec une diversification disciplinée reste nécessaire.

Clôture positive du premier trimestre

Les conditions-cadres pour une performance positive au premier trimestre étaient très exigeantes. L'indice boursier mondial (BBG World -4.2 % en CHF) n'a pas dévié aussi nettement que l'indice boursier américain dominant S&P 500 (-4.6 % en dollars, -7.1 % en CHF). L'indice technologique (-10.4 % en dollars, -12.7 % en CHF) a plongé dans une phase de correction. L'indice obligataire mondial (+0.2 % en CHF) est resté stable, tandis que l'indice des obligations suisses (-1.3 % en CHF) a sensiblement reculé. L'ambiance de renouveau en Europe est ainsi arrivée à point nommé. Les actions suisses (SMI : +8.6 %) ont nettement progressé et se sont intégrées dans la performance des indices boursiers européens.

Pour les différents titres, le rendement global a été très variable au premier trimestre (en CHF) : de Nvidia (-21 %), Alphabet (-20 %),

Amazon (-15 %) et Apple (-13 %) à une extrémité, à des actions telles que Helvetia (+22 %), Cembra Money Bank, Allianz et Deutsche Telekom (chacune +21 %), Engie (+20 %), Nestlé, Veolia et Vinci (chacune +19 %) à l'autre extrémité.

Dans un tel environnement des marchés des capitaux, la classe de risque défensive 1 a réalisé un rendement légèrement positif au premier trimestre 2025. Dans la classe de risque « équilibrée » 3, les performances volatiles des actions technologiques américaines ont été ressenties, et encore plus fortement dans la classe de risque dynamique 5, qui a terminé le trimestre avec +2.0 %. En ce moment, la performance de la stratégie de dividendes est exceptionnellement bonne, grâce à de nombreuses actions à dividendes élevés. Les actions américaines n'y figurent pas.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Mars 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	-0.7% 	+1.4% 
Zugerberg Finanz R2	-1.0% 	+1.8% 
Zugerberg Finanz R3	-1.3% 	+1.7% 
Zugerberg Finanz R4	-1.7% 	+1.6% 
Zugerberg Finanz R5	-1.8% 	+2.0% 
Zugerberg Finanz RDividendes	+0.7% 	+9.2% 
Zugerberg Finanz Revo1	-1.1% 	+1.1% 
Zugerberg Finanz Revo2	-1.8% 	+1.3% 
Zugerberg Finanz Revo3	-2.1% 	+1.2% 
Zugerberg Finanz Revo4	-2.4% 	+1.6% 
Zugerberg Finanz Revo5	-2.7% 	+2.0% 
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-0.1% 	+8.4% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-1.2% 	-0.5% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-1.0% 	-0.5% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.8% 	-0.3% 

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Mars 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.6% 	+0.8% 
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-0.8% 	+1.4% 
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-0.8% 	+1.7% 
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-1.3% 	+2.0% 
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-1.6% 	+2.2% 

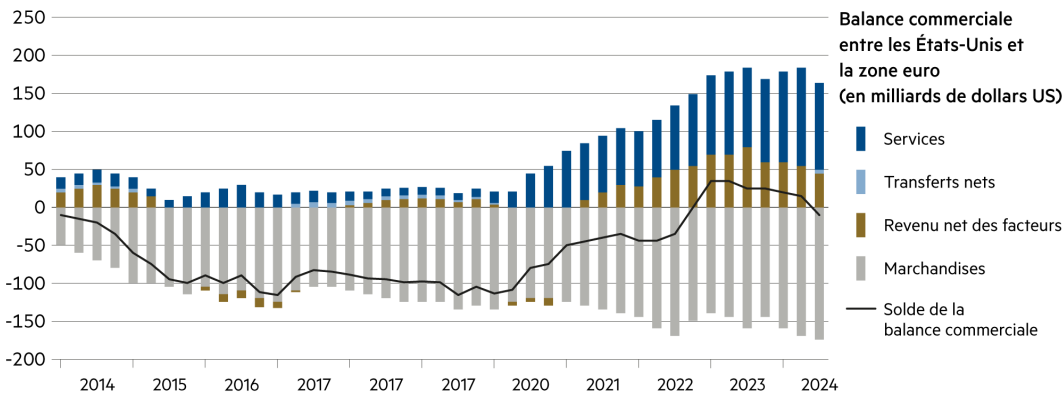
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Mars 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-1.1% 	+1.1% 
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-1.8% 	+1.3% 
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-2.1% 	+1.2% 
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-2.4% 	+1.6% 
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-2.7% 	+2.0% 
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-0.1% 	+8.4% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-1.2% 	-0.5% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-1.0% 	-0.5% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.8% 	-0.3% 

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

Macroéconomie

L'Europe en bonne position



Balance commerciale équilibrée entre les États-Unis et la zone euro (Source : Banque centrale européenne, Allianz Research | Graphique : Zugerberg Finanz)

Sur le plan de la politique douanière, ce sont surtout la Chine, le Mexique et le Vietnam qui sont sous pression. Le président américain Donald Trump est également en conflit avec la zone euro en raison de la balance commerciale. En effet, il existe un déficit pour les marchandises, car les États-Unis en vendent moins dans la zone euro que l'inverse. Cependant, si l'on considère la balance des services, la perspective change. L'excédent des États-Unis est important et connaît une tendance à la hausse. C'est pourquoi l'UE vise la conclusion d'un accord de libre-échange de biens et de services avec les États-Unis.

Donald Trump n'a pas de difficulté à analyser de manière sélective certaines données économiques et à en déduire des exigences pour un bilan « équitable » avec les États-Unis. Alors que plusieurs pays entretiennent effectivement des échanges très inégaux de biens et de services avec les États-Unis, la situation est plus intéressante en ce qui concerne la zone euro et l'Union européenne.

Pour l'Europe, les négociations avec Donald Trump doivent aller au-delà des marchandises. L'Europe est notamment dépendante du gaz naturel liquéfié (GNL). Pour le reste, le conflit autour de l'aluminium, de l'acier, du vin, des motos et du bourbon n'apporte pas grand-chose. L'Union européenne a clairement indiqué qu'elle était prête à négocier. À raison, elle estime être en bonne position, car elle pourrait utiliser le commerce des services comme levier.

Les États-Unis ont un important déficit commercial avec l'Europe dans le domaine des marchandises, mais la relation est plus équilibrée sur le plan des services. Au troisième trimestre 2024, les États-Unis ont enregistré un excédent cumulé de 105.9 milliards de dollars par rapport à la zone euro sur quatre trimestres. En y intégrant le revenu net des facteurs provenant de l'étranger, la balance des opérations courantes (c'est-à-dire la balance commerciale et la balance des services addition-

nées) est équilibrée.

En termes simples : l'Europe réalise des excédents dans le commerce des marchandises, alors que les États-Unis en réalisent dans le commerce des services, principalement les services financiers et les services numériques. Le dollar déjà faible et la tendance qui se dessine vers un nouvel affaiblissement devraient doper les exportations de services américains et freiner dans le même temps les importations de marchandises.

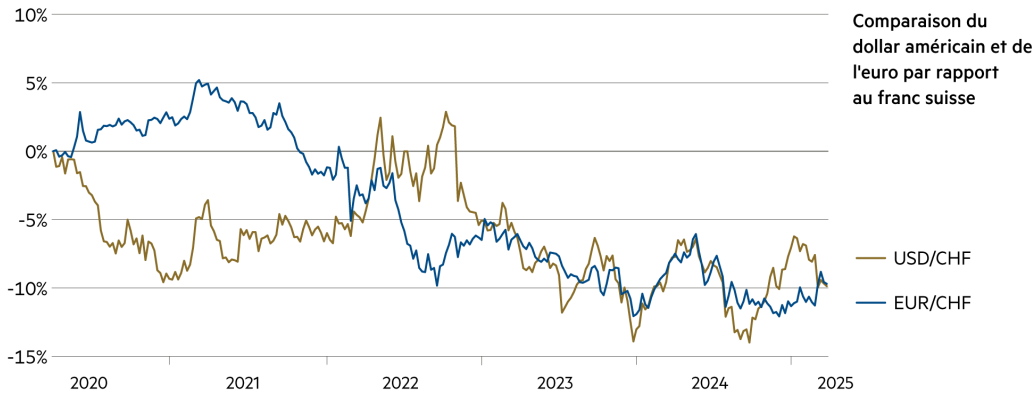
De nombreux travaux de recherche montrent que les incertitudes en matière de politique commerciale font baisser le PIB en retardant les investissements. En revanche, les effets des incertitudes en matière de politique commerciale sur l'emploi sont moins évidents. Dans l'ensemble, nous nous dirigeons vers une croissance modérée du PIB réel aux États-Unis (+1.6 % ; 0.8 % de moins qu'en début d'année) et en Europe (+1.3 % ; 0.5 % de plus) pour l'année en cours. Néanmoins, la situation est en train de changer, en particulier en Europe, et les marchés boursiers – en tant qu'indicateurs conjoncturels avancés – partagent cette évaluation.

Les actions européennes ont bien démarré l'année, stimulées par l'amélioration des indicateurs économiques, des valorisations attractives et un environnement de politique monétaire favorable. Cette tendance devrait s'accroître dans les mois à venir. Même les investisseurs américains sont en mesure de profiter des avantages réels de la diversification seulement s'ils incluent l'Europe dans leur portefeuille. Ces dernières années, un grand nombre d'investisseurs américains avaient complètement délaissé l'Europe, et on assiste actuellement à un retour en arrière, car les facteurs de la dynamique actuelle du marché n'indiquent pas d'engagement supplémentaire dans les actions américaines.

Région	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Nous tablons sur une croissance réelle du PIB de l'ordre de +1.3 % (2025), en nous basant sur une augmentation des salaires réels et sur un assouplissement de la politique monétaire.
Zone euro, Europe	↗	↗	Le potentiel de croissance est plus important que ce que de nombreuses personnes attendaient et peut être exploité sans entraîner d'inflation, grâce aux capacités de production existantes.
Etats-Unis	↗	↗	Les incertitudes géopolitiques et commerciales ont des conséquences jusque dans la population et empêchent d'exploiter au mieux le potentiel de croissance.
Reste du monde	↗	↗	L'évolution de la situation mondiale continue à représenter le principal risque pour l'économie suisse. Selon l'OCDE, les perspectives restent toutefois intactes.

Liquidités, devises

L'euro se renforce au premier trimestre, le dollar se déprécie



Les signaux de faiblesse en provenance de l'économie américaine se sont immédiatement traduits par un dollar plus faible. La banque centrale américaine, la Federal Reserve, voit le risque d'une stagflation aux États-Unis en raison des augmentations drastiques des taxes douanières, de l'insécurité politique qui augmente rapidement et de la détérioration du moral des consommateurs. En revanche, l'euro s'est renforcé depuis que les « États-Unis d'Europe » ont manifesté leur volonté de faire davantage pour leur sécurité et leur défense.

Pourtant, une chose est sûre depuis plus de cinq ans : les deux devises (l'euro et le dollar) connaissent une tendance baissière par rapport au franc suisse. Durant cette période, l'euro a perdu 9.8 %, le dollar 8 %. Selon la parité de pouvoir d'achat, c'est toutefois le dollar qui présente la plus forte pression à la baisse.

Le moral des consommateurs aux États-Unis est également considéré comme un signe de faiblesse, car il s'est effondré sous l'influence de la politique douanière erratique, alors que les prévisions d'inflation à long terme (3.9 %) atteignaient leur plus haut niveau en 32 ans. Cela a renforcé les craintes que la politique économique de Donald Trump ne pèse sur l'économie.

En mars, l'indice du moral des consommateurs de l'Université du Michigan est tombé à 57.9. Il s'agit de la troisième baisse mensuelle consécutive, qui représente un niveau nettement inférieur à ce que les économistes avaient prévu. Quoiqu'il en soit, les ventes du commerce de détail ont légèrement augmenté en février (+0.2 %), après avoir fortement reculé en janvier (-1.2 %). Aux États-Unis, « l'effet de richesse » joue un rôle important, car 90 % de l'épargne est investie en actions. Les chutes des cours des actions américaines affectent directement le moral

des consommateurs, non seulement ceux qui ont de faibles revenus, mais aussi les ménages dont les revenus et la fortune sont importants. Dernièrement, le comportement des consommateurs dans les restaurants et les bars a été très observé, car c'est là que la baisse la plus importante a été enregistrée depuis un an.

Après avoir procédé à des baisses de taux d'intérêt de 100 points de base au total au cours des trois dernières réunions de politique monétaire de 2024, le Comité fédéral de l'open market (FOMC) a voté en janvier pour maintenir la zone cible des Federal Funds entre 4.25 % et 4.50 %, et l'a confirmé en mars. La « Forward Guidance » relative aux taux directeurs figurant dans la déclaration actualisée de la Fed ne présente pas de changement majeur.

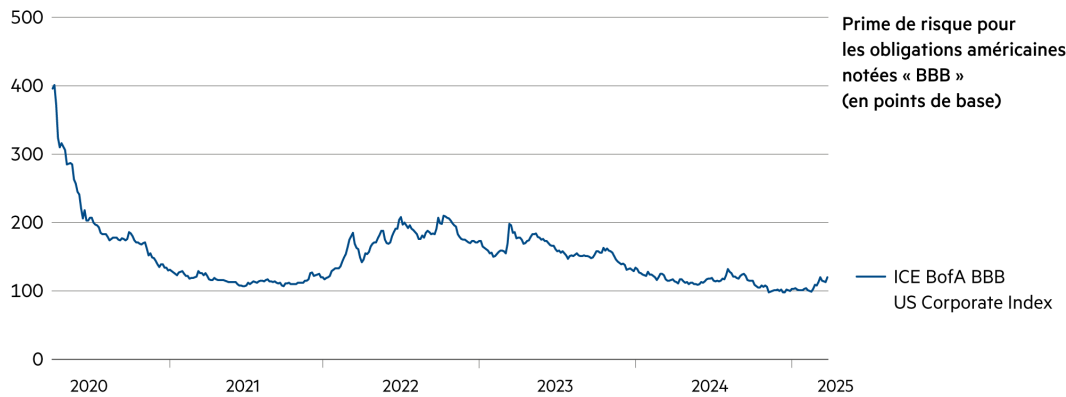
Toutefois, les prévisions économiques du FOMC prennent une orientation pessimiste. La prévision médiane pour la croissance du PIB en 2025 est passée de 2.1 % à 1.7 %, avec une fourchette allant de 1.5 % à 1.9 %. La prévision médiane du taux de chômage pour fin 2025 est passée de 4.3 % à 4.4 %, et celle de l'inflation sous-jacente PCE de 2.5 % à 2.8 %. Au vu des nombreuses incertitudes, la fourchette de l'inflation sous-jacente s'est élargie et se situe entre 2.5 % et 3.5 % pour l'année en cours.

Par conséquent, la probabilité d'un ralentissement conjoncturel est plus élevée que celle d'une reprise. On ignore encore quand le ralentissement prendra fin, mais la Fed de New York a relevé à 27 % le risque de récession. Cette unité de prévision de la Fed basée à New York prévoit actuellement une croissance élevée et constante (+2.9 %) du PIB en temps réel. En revanche, la Fed d'Atlanta prévoit actuellement une baisse sensible (-2.8 %).

Classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Les banques se prêtent mutuellement de l'argent à des taux de seulement 0.18 % (3 mois), 0.16 % (6 mois) et 0.12 % (12 mois). La marge de manœuvre pour les taux d'intérêt se réduit.
Euro / Franc suisse	→↗	→	La probabilité est forte que la BCE procède à sa prochaine hausse des taux le 17 avril, ce qui ferait tomber le taux cible à 2.25 %.
Dollar américain / Franc suisse	→↘	↘	Il est fort probable que les taux des Fed Funds restent élevés et restrictifs jusqu'au 18 juin, ce qui accélère le ralentissement économique.
Euro / Dollar américain	→↗	→↗	Si la conjoncture européenne continue de s'accélérer, le cours pourrait passer de 1.08 actuellement à 1.15, voire 1.18 d'ici douze mois.

Obligations

Les marchés obligataires restent calmes



Prime de risque pour les obligations américaines notées « BBB » ces cinq dernières années (Source : FRED, Federal Reserve Economic Data | Graphique : Zugerberg Finanz)

Les actions sur le marché le plus important du monde (les États-Unis) ont récemment atteint leur plus bas niveau depuis six mois. Certains signes indiquent en outre que la volatilité considérable observée ces dernières semaines devrait se poursuivre. En revanche, les primes de risque pour les obligations à solvabilité élevée continuent d'afficher des valeurs historiquement basses. Nous interprétons cela comme un signe positif. Seule une augmentation sensible des primes de risque de crédit (les « credit spreads ») pourrait être inquiétante.

Un mouvement généralisé de réduction des risques sur les marchés obligataires n'est toujours pas en vue. Les primes de risque de crédit ont atteint des creux historiquement bas. Sur les trois marchés (USD, EUR, GBP), on a assisté à un léger décalage parallèle des courbes, avec les obligations de moindre qualité et les obligations subordonnées qui affichent une performance plus faible. De plus, on constate que ce ne sont pas les secteurs d'activité qui sont les facteurs déterminants, mais plutôt la perte d'optimisme aux États-Unis.

C'est sur ce plan seulement que la hausse des primes de risque indique des tensions croissantes sur le marché. Pour les obligations industrielles à haut rendement, elles sont passées de 275 à 327 points de base (+52 points de base) depuis novembre 2024. Pour les entreprises de services publics américaines, l'augmentation a été encore plus forte, avec 76 points de base. Parallèlement les primes de risque ont chuté sur le marché européen des capitaux : cette baisse a été plus marquée pour les obligations à haut rendement que pour les obligations à très bonne solvabilité.

Dans le sillage de l'élection de Donald Trump, le marché semble avoir abandonné ses perspectives optimistes. Les marchés obligataires améri-

cains, généralement connus pour leur pessimisme excessif, ne tiennent pratiquement plus compte des signaux optimistes. En revanche, les marchés obligataires européens restent étonnamment calmes nonobstant l'exacerbation des tensions commerciales. En ce qui concerne les obligations industrielles à haut rendement, les primes de risque ont diminué de 346 à 320 points de base (-26 points de base) depuis novembre 2024.

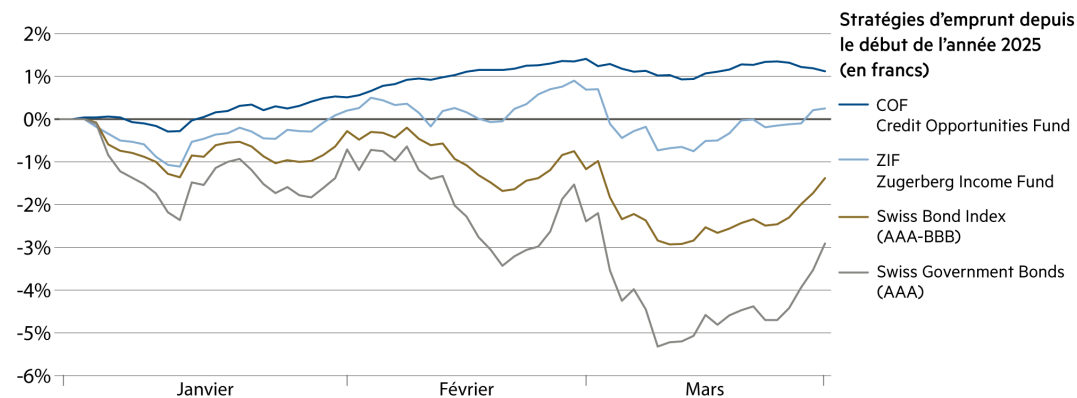
Nous maintenons une approche constructive à l'égard des obligations d'entreprises, en nous fondant sur les données fondamentales robustes des entreprises ainsi que sur les facteurs techniques forts, soutenus par des rendements à l'échéance attractifs. Néanmoins, nous agissons avec souplesse et agilité face aux incertitudes macroéconomiques accrues et à la dispersion croissante. Nous nous concentrons sur certains secteurs et y recherchons la sélection appropriée d'émetteurs afin d'éviter des événements de crédit idiosyncrasiques négatifs. Il y a plusieurs mois, nous avons déjà considérablement réduit nos positions dans des secteurs tels que la construction automobile et ses fournisseurs.

Dans l'ensemble, le marché obligataire européen devrait progresser, car de nouvelles obligations seront émises afin de financer les investissements prévus dans les infrastructures et le maintien de la paix. Cependant, les rendements devraient cesser d'augmenter, car le ratio dette/PIB est globalement beaucoup plus raisonnable en Allemagne et dans la zone euro que dans de nombreux pays, y compris les États-Unis et le Japon. Si l'amélioration des infrastructures stimule également la croissance du PIB européen, cela profitera également aux actions européennes dans leur ensemble.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	➔➤	➔➤	L'UE doit payer 3.2 % d'intérêts sur ses emprunts. Seuls quelques États membres paient davantage. On ne sait pas encore si c'est pour cette raison qu'un fonds de défense est nécessaire.
Obligations d'entreprises	➔➤	➔➤	Au premier trimestre 2025, les obligations d'entreprises (CHF Corporate Bonds) ont nettement mieux performé que les obligations de la Confédération : -0.5 % vs. -2.8 %.
Obligations hybrides et à haut rendement	➤	➤	Les obligations d'entreprises subordonnées et à haut rendement continuent de trouver leur place dans nos portefeuilles équilibrés, et font l'objet d'une sélection rigoureuse.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

De la stabilité en des temps difficiles



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

Au premier trimestre 2025, nos obligations ont assuré la stabilité dans un environnement difficile, alors que les obligations de la Confédération par exemple, ont enregistré des performances médiocres (-2.8 %). Le Swiss Bond Index dans son ensemble a reculé (-1.3 %). Avec des fluctuations relativement faibles, nous avons réalisé une fourchette de performance allant du Zugerberg Income Fund (ZIF : +0.3 %), à orientation conservatrice, au Credit Opportunities Fund, axé sur les primes (COF : +1.2 %).

Le mélange d'obligations dans un portefeuille mixte s'avère judicieux pour espérer obtenir des rendements positifs en cas de récession, à tout le moins de la composante obligataire conservatrice. Pour les investisseurs qui ne veulent pas prendre exclusivement le risque du marché boursier, les obligations constituent également une alternative sûre sur le long terme.

Depuis sa création il y a environ 13 ans, le Credit Opportunities Fund a réalisé un rendement total de 35.9 %. L'agence de notation de fonds Morningstar lui a attribué la note maximale de 5 étoiles et Citywire, une autre agence de notation de fonds, lui a récemment décerné la meilleure note AAA pour ses performances sur le long terme. À titre de comparaison : en 13 ans, le Swiss Bond Index a réalisé un rendement total de 8.5 %, parallèlement au COF, avec toutes ses obligations notées AAA à BBB (principalement des obligations d'État suisses et des lettres de gage garanties par des hypothèques). Le COF ne se limite pas à ces catégories de notation : à la fin du mois, 35 % environ sont investis dans la fourchette AAA à BBB, 65 % dans une fourchette inférieure. Cette notation plus faible est toutefois compensée par une durée résiduelle plus courte.

Si l'on regarde le bilan d'une entreprise, les fonds étrangers (par exemple les obligations) et les capitaux propres (par exemple les

actions) figurent au même poste du passif. Si un problème survient sur le plan des actifs, il est d'abord imputé aux capitaux propres. En compensation, les rendements des actions sont structurellement plus élevés que les rendements des obligations. En tant qu'investisseurs obligataires actifs, il est évident que nous essayons d'éviter ce désastre de manière prospective. Lorsque nous voyons des nuages noirs s'amonceler dans certains secteurs (par exemple, l'automobile), nous réduisons les obligations correspondantes. Lorsqu'en revanche nous identifions des primes de risque attractives dans des domaines obligataires plus complexes (par exemple, des obligations d'assurance subordonnées avec une solvabilité « Investment Grade »), nous les surpondérons de manière proportionnelle.

Avec une approche active des obligations et quand les coûts sont compétitifs, il est possible de dépasser sur le long terme les ETF obligataires passifs répliqueurs d'indice, aussi bien sur le plan de la performance que sur celui du ratio de Sharpe (un indicateur permettant de mesurer le rendement ajusté au risque). En outre, une analyse exhaustive des obligations permet souvent d'obtenir des informations qui peuvent également être utilisées de manière productive dans la sélection disciplinée sur les marchés boursiers, à condition que les actions ne soient pas détenues dans des holdings de famille ou des fonds du marché privé.

Il existe à cet égard de célèbres exemples comme ceux de Hero (Lenzbourg) et de Bobst (Lausanne). Mais on trouve parfois des entreprises moins connues, comme Geoquip Marine (Saint-Gall), qui occupe une position de leader mondial dans un secteur de niche, spécialisée dans les activités géotechniques offshore destinées à sécuriser l'installation d'éoliennes et de câbles électriques entre 60 et 100 mètres sous la surface de la mer.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2025 (rendement sur toute l'année)	0.3 %	+1.2 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-7.5 % (-1.1 %)	+35.9 % (+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)	96 PB (+5 PB)	393 PB (+19 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 actions d'infrastructures attrayantes



Le premier Airbus A350 immatriculé en Suisse a atterri à Zurich le 12 mars 2025 (Source photo : Edelweiss Air)

L'infrastructure constitue dans une certaine mesure l'équipement de base d'une économie. Elle exerce un rôle de prestations préalables pour l'ensemble de l'activité économique privée et publique. C'est pourquoi une économie particulièrement axée sur la croissance a besoin d'une infrastructure intacte et fiable. Pour ce faire, une planification économique et un fonctionnement efficace sont nécessaires, des routes aux chemins de fer en passant par les voies navigables et aériennes, les télécommunications, l'électricité et l'approvisionnement en eau.

Au premier trimestre, nos actions d'infrastructures suisses ont réalisé des résultats moyens. Après avoir connu une évolution spectaculaire de son action ces dernières années, BKW (-3 %) traverse une phase de consolidation. L'action de Flughafen Zürich (-3.9 %) évolue également dans la moyenne du secteur européen des transports, malgré le fait que le nouveau plan de vol à partir de l'été 2025 introduira de nouvelles destinations européennes populaires à la liste. Au total, 63 compagnies aériennes desserviront 206 destinations. Grâce à Edelweiss qui ajoute deux vols hebdomadaires pour Seattle et Halifax en Airbus A350, un avion peu bruyant, l'offre vers l'Amérique du Nord est étendue. De plus, Etihad Airways augmente ses liaisons entre Zurich et Abu Dhabi, également avec le nettement plus silencieux A350. Toutefois, la principale cause de la stagnation de l'action est certainement à rechercher dans l'ouverture reportée du nouvel aéroport de Noida, au sud de Delhi, « à la fin du deuxième trimestre 2025 », et donc également dans la « Guidance » un peu plus prudente pour l'année en cours. L'action est toutefois bon marché si on l'analyse à l'aune des prévisions de rendement pour 2027.

Les autres titres d'infrastructures ont également connu une excellente

évolution au premier trimestre 2025. Nous avons sélectionné Veolia et Vinci (+19 % chacune en CHF), ainsi qu'Engie (+20 %). Une nouvelle ère s'ouvre pour l'Europe, et les infrastructures jouent à cet égard un rôle clé. Les récentes annonces (Allemagne et investissements dans les réseaux dans toute l'Europe) et les autres options pour une UE compétitive (transports) mobilisent non seulement des fonds publics, mais offrent également de formidables opportunités aux gestionnaires d'infrastructures privés. Et cela ne tient pas compte de la possibilité d'une paix en Ukraine.

Vinci est synonyme de concessions résilientes sur le long terme de routes à péage et d'aéroports, comme par exemple Londres Gatwick. L'année dernière, l'entreprise a réalisé un Free Cash Flow de 6.8 milliards d'euros avec une marge bénéficiaire brute (EBITDA) de 18 %. La société peut emprunter relativement facilement (notation « A- » avec une perspective stable ; effet de levier net de 1.3x), mais cela n'est que partiellement nécessaire compte tenu d'une liquidité de 19 milliards d'euros. Elle a augmenté son dividende de 6 %, qui s'élève désormais à 4.75 euros. Cela correspond à un rendement du dividende de 4.1 %. Le dividende est nettement plus élevé qu'il y a dix ans (1.84) et cette hausse impressionnante est au bout du compte le fruit d'une augmentation de 12 % par année du flux de trésorerie disponible au cours des dix dernières années.

Veolia (rendement du dividende de 4.4 %) peut également se réjouir de son avenir, sous le signe d'une croissance propulsée par la technologie et d'une résilience accrue dans ses trois domaines stratégiques que sont l'eau, l'énergie et la gestion des déchets, grâce notamment à une utilisation accrue de l'IA.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	Au total, moins de la moitié des ménages locataires devraient bénéficier d'une baisse de loyer dans les prochains mois. Il y a plusieurs raisons à cela.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	La qualité reste un atout. La transition structurelle des surfaces de vente se poursuit. Dans le secteur des bureaux, le taux de vacance devrait passer de 5.0 % à 5.5 % en 2025.
Fonds immobiliers CH	→	→	L'écart entre les loyers du marché et les loyers existants va continuer à se creuser et sera important pour la sélection, car les locataires de longue date évitent de déménager.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Le profil mondial d'Engie, axé sur les infrastructures, gagne en dynamisme et en confiance auprès des investisseurs, même si le conglomérat reste complexe.

Actions

Une bonne performance pour l'Europe

	États-Unis	USD	CHF	Ratio cours/bénéfice (prévision)
	Nasdaq	-9.6 %	-11.9 %	30
	S&P 500	-4.2 %	-6.6 %	23
	Europa	EUR	CHF	Ratio cours/bénéfice (prévision)
	Euro Stoxx 50	+8 %	+9.7 %	15
	DAX	+12 %	+13.7 %	17
	Swiss Market Index		+8.6 %	19

Marchés boursiers (dividendes inclus) depuis le 1er janvier 2025 (Graphique : Zugerberg Finanz)

Au premier trimestre, les actions européennes ont réalisé une très bonne performance en comparaison avec les actions américaines. Toutefois, il y a lieu de ne pas surestimer cet écart, car les actions européennes jouissent encore d'un potentiel de reprise considérable, alors que les valeurs américaines doivent encaisser certains reculs en raison de leurs valorisations élevées. Les actions suisses évoluent dans la moyenne européenne et se présentent comme des valeurs défensives, en particulier sur des marchés déstabilisés par la guerre des taxes douanières.

Avec la fin de l'« exceptionnalisme » entourant les actions américaines, l'optimisme s'est envolé. Dans de trop nombreux secteurs, on constate qu'il est possible de réaliser des performances comparables ailleurs, parfois à des conditions plus avantageuses. C'est le cas dans le secteur automobile (BYD vs. Tesla) ainsi que dans la construction aéronautique (Airbus vs. Boeing), dans l'ingénierie industrielle (Siemens vs. General Electric) ainsi que dans les logiciels de gestion de données d'entreprise (SAP vs. Oracle). Dans l'industrie des semi-conducteurs, Taïwan a occupé une position de leader pendant des années (TSMC vs. Intel), raison pour laquelle Nvidia a délocalisé depuis longtemps la production de ses semi-conducteurs.

Néanmoins, cela ne signifie pas pour autant que les valeurs technologiques américaines telles qu'Amazon, Alphabet, Apple et Microsoft n'ont plus d'avenir. Mais leur valorisation et leur concentration sur les marchés américains sont si fortes que la diversification à l'extérieur s'accompagne de revers sensibles, alors que sur les marchés promoteurs et favorables, par exemple en Europe, cela se traduit immédiatement par des valorisations en forte hausse.

Toutefois, si l'on analyse en détail la situation en Europe, ces messages

restent conformes à la réalité. Nous en présentons ici une brève sélection : en commençant par le groupe de logiciels SAP (+5 % de rendement total en CHF depuis le début de l'année), l'entreprise la plus valorisée d'Europe. Dans ce classement, SAP a remplacé le géant pharmaceutique danois Novo Nordisk et a également dépassé le groupe français de produits de luxe LVMH, qui accuse le coup de la réserve des consommateurs à l'échelle mondiale. En ce qui concerne les leaders européens, nous avons également investi dans Deutsche Telekom (+20 %), Siemens (+17 %), Axa (+17 %) et Allianz (+21 %).

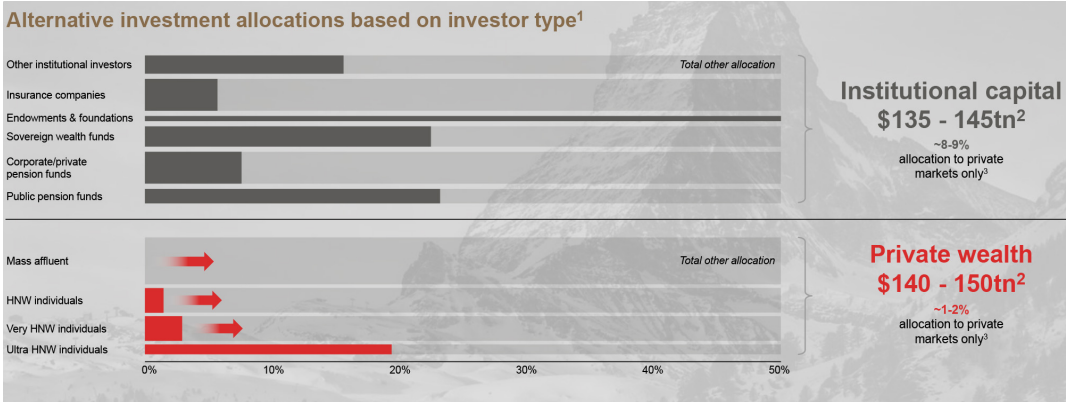
Les poids lourds suisses Nestlé (+19 %), Roche (+17 %) et Novartis (+14 %) ont à nouveau attiré l'attention sur la scène internationale. Cela s'applique également à Zurich Insurance Group (+14 %), qui a son plus grand marché national aux États-Unis. L'intérêt pour les assurances s'est également manifesté chez Swiss Re (+14 %) et Swiss Life (+15 %), qui poursuivent avec ambition et une grande expertise des objectifs à moyen terme remarquables. Selon certaines rumeurs, une fusion entre Baloise (+13 %) et Helvetia (+22 %) serait en cours de discussion. Par le passé, ce projet avait déjà été envisagé, mais avait échoué en raison de visions divergentes en matière de gouvernance. Une telle opération permettrait clairement de réaliser d'évidents effets de synergie dans le coûteux secteur de l'assurance de biens matériels. Au cours des 25 dernières années, la Baloise n'a pas généré de bénéfices importants pour les actionnaires : le 1er novembre 2000, le cours de l'action était de 186 francs, le 31 mars 2025, de 185.

Depuis le début de l'année, Partners Group (+1 %) a connu une évolution nettement meilleure que son groupe de comparaison aux États-Unis (Blackstone, KKR, Apollo, Carlyle, TPG), qui a enregistré des pertes de valeur d'environ 20 % au premier trimestre 2025.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Actions Suisse	➔⬆️	⬆️	Avec 12'598 points, le Swiss Market Index a nettement augmenté au premier trimestre 2025 par rapport au début de l'année (11'601 points) (+8.6 %).
Actions Zone euro / Europe	➔⬆️	⬆️	L'Euro Stoxx 50 a nettement augmenté au premier trimestre 2025 (+7.8 %), les cinq meilleures actions étant toutes des grandes banques (par exemple Banco Santander, Unicredit).
Actions Etats-Unis	➔	⬆️	Au premier trimestre 2025, le Dow Jones a connu d'importantes variations entre les valeurs les plus performantes (Amgen, Chevron, Johnson & Johnson) et les moins performantes (Amazon, Apple, Nike, Nvidia, Salesforce).
Actions Pays émergents	➔⬆️	⬆️	En mars, les indices boursiers indiens ont augmenté de plus de 8 % en dollars, et retrouvé ce faisant leur niveau du début de l'année.

Placements alternatifs

Nouveau report de la vague d'IPO



La part des placements sur le marché privé augmentera particulièrement fortement dans le « Private Wealth » (Source : Partners Group, CMD 12.03.25, page 7)

Ces trois dernières années, les investisseurs sur le marché privé n'ont obtenu que de faibles remboursements. Une amélioration était espérée pour 2025, mais avec les incertitudes croissantes, la vague d'introductions en bourse devrait certainement être reportée à l'année prochaine. Des exceptions comme celle de l'entreprise de technologie financière Klarna (« acheter maintenant, payer plus tard ») viennent confirmer la situation d'ensemble. Toutefois, une phase d'investissements sur les marchés privés particulièrement intéressante semble se dessiner.

Actuellement, le marché des participations « privées » est estimé à près de 6'000 milliards de dollars, ce qui correspond à peu près à un douzième de la capitalisation boursière des marchés boursiers mondiaux. À l'instar de ce qui se produit avec un investissement traditionnel sur le marché des actions, l'investisseur en Private Equity reçoit une participation réelle dans des entreprises qui développent ou produisent un produit et font participer les investisseurs à leur succès.

L'avantage de ce marché est que les fluctuations de valeur sont plus faibles. Un autre avantage est la diversification des investissements, par exemple dans différentes phases de développement (Venture Growth, Buyout, Pre-IPO) et différents stades de financement des entreprises. Enfin, une partie importante de la valeur ajoutée est réalisée avant l'introduction en bourse.

Dans le monde entier, le Private Equity s'est imposé comme une catégorie de placement importante pour les investisseurs institutionnels, qui y consacrent souvent 5 à 15 % de leur portefeuille. Cela est dû principale-

ment à l'accès à des entreprises attrayantes, gérées activement, qui ne sont pas accessibles sur les marchés publics. Dans le même temps, un nombre croissant d'entreprises choisissent de rester privées plus longtemps, alors que le nombre d'entreprises cotées en bourse a diminué ces dernières années.

Par conséquent, les investisseurs qui ignorent les placements sur le marché privé passent à côté d'un univers de placement attractif, en particulier dans le domaine des « small and mid caps ». Chez nous, il est possible de participer indirectement au Private Equity à partir de la classe de risque 2, à travers plusieurs sociétés cotées en bourse qui investissent dans des entreprises privées du monde entier. Cela nous a permis d'obtenir en moyenne une performance d'environ 10 % par an en francs suisses. Après deux années de rendement supérieur à la moyenne (2023 : +22 %, 2024 : +19 %), le véhicule de placement correspondant connaît une légère baisse depuis le début de l'année.

Comme pour les actions immobilières, la valeur intrinsèque (Net Asset Value, NAV) constitue une boussole pour l'évaluation. L'évolution immédiate pour l'investisseur dépend du cours de l'action, et non de la NAV. En fonction de l'humeur sur les marchés, il y a une majoration (la « prime », comme actuellement pour les actions immobilières) ou une réduction. Celle-ci est appelée « décote » et est actuellement caractéristique des placements sur le marché privé. Au plus tard lors de la prochaine vague d'introductions en bourse, les cours devraient augmenter de manière disproportionnée et engendrer ainsi une transformation des décotes en primes.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	↘	→↗	Les prix en hausse du pétrole brut sont le fruit d'une combinaison de données économiques améliorées et de restrictions de l'offre dues aux nouvelles sanctions américaines.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	Les incertitudes sur le plan géopolitique devraient amener le prix de l'or vers de nouveaux sommets : 17 ans ont été nécessaires pour passer de 1'000 à 2'000 dollars, et 5 ans pour atteindre 3'000 dollars.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	Nous évaluons les risques comparables sous la forme d'obligations d'assurance subordonnées, qui sont exigeantes sur le plan analytique en raison de leur complexité.
Private Equity	↗	↗	Selon la journée des investisseurs de Partners Group, une grande confiance règne dans la possibilité d'élargir encore le marché, attractif en termes de marges, dans le secteur « Private Wealth ».

Données du marché

Classe d'actifs		Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)		
Actions		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SMI	CHF	12'598.1	-3.1%	+8.6%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'800.3	-2.0%	+8.6%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	22'163.5	+0.2%	+13.2%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'790.7	-2.1%	+7.4%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	38'052.0	+0.4%	+13.1%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'582.8	-2.1%	+5.5%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'248.4	-2.0%	+9.1%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	42'001.8	-6.1%	-3.8%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	5'611.9	-7.6%	-7.0%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	17'299.3	-10.0%	-12.7%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	35'617.6	-5.7%	-8.5%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	77'414.9	+5.7%	-3.7%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	3'628.6	-6.5%	-4.7%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'101.4	-1.6%	-0.2%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligations (divers)		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.9	-0.8%	-0.2%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.4	-0.7%	+0.8%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	361.0	-1.2%	+0.2%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	274.7	-0.8%	+1.1%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Emprunts d'Etat		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	181.0	-1.5%	-3.1%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	138.9	-0.1%	+1.9%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.7	-2.0%	-1.9%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Obligations d'entreprise		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	190.0	-0.2%	-0.5%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.5	-0.6%	+1.3%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	608.2	-1.3%	+0.1%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	166.9	-1.3%	-0.6%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	302.7	-1.2%	+0.0%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Placements alternatifs		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Or Spot CHF/kg	CHF	88'803.9	+7.0%	+16.0%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	106.4	+1.5%	+5.0%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'791.2	+0.1%	+2.8%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Devises		31.03.2025	03/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Dollar / franc suisse	CHF	0.8843	-2.1%	-2.5%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / franc suisse	CHF	0.9564	+2.1%	+1.7%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5899	-1.6%	+2.4%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1423	+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 31/03/2025 ; données économiques au 31/03/2025 ; pronostics économiques au 31/03/2025. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.