



Une période exigeante

En ce moment, la situation économique présente une image faussée. En avril, les regards étaient principalement tournés vers les États-Unis, une économie qui représente près de 20 % de la production mondiale. Les tactiques de négociation opaques sur les droits de douane américains ont brouillé les modèles habituels des statistiques consacrées aux stocks et au commerce. En mars, les exportations de biens vers les États-Unis ont fortement augmenté, avant de s'effondrer en avril. Certaines marchandises ont été rapidement expédiées par avion vers les États-Unis avant le 2 avril. Parallèlement, certaines entreprises ont reporté leurs plans d'investissement, qui nécessitent de la sécurité juridique.

D'une manière générale, effectuer une interprétation correcte des indicateurs économiques actuels reste une tâche exigeante. La politique économique, budgétaire et monétaire menée aux États-Unis a engendré

de fortes incertitudes sur tous les fronts. Les indices de confiance des consommateurs américains sont tombés à leur plus bas niveau depuis cinq ans et les prévisions d'inflation ont nettement augmenté, car l'augmentation des taxes douanières impacte en premier lieu les consommateurs américains et s'apparentent à une taxe sur la consommation.

Et pourtant, cela n'a pas empêché Donald Trump d'annoncer les plus fortes baisses d'impôts de l'histoire du pays. Cependant, en cas de doutes sur la viabilité des finances publiques, la baisse des cours des bons du Trésor américain pourrait engendrer des turbulences sur les marchés financiers. Car ce ne sont pas les créanciers étrangers qui peuvent financer ces importantes réductions d'impôts et des taux d'intérêt plus élevés sur une dette publique en hausse dans un contexte de dépréciation du dollar.

Une performance supérieure à la moyenne depuis le début de l'année

En avril, les conditions cadres se sont avérées extrêmement difficiles, notamment en raison de la faiblesse du dollar. L'indice boursier mondial (BBG World -9.8 % en CHF depuis le début de l'année) a nettement moins dévissé que l'indice américain S&P 500 (-5 % en dollars, -13.9 % en CHF). Il est vrai que les actions suisses ont quelque peu reculé en avril, mais elles sont clairement en hausse depuis le début de l'année (SMI : +7.3 %). Dernièrement, le SMI se situait dans la moyenne des indices boursiers européens. L'indice mondial des obligations est resté stable (+0.8 % en CHF depuis le début de l'année), tandis que l'indice des obligations suisses s'est ressaisi et a retrouvé, le dernier jour du mois, son niveau du début de l'année (+0.1 %).

Alors que l'euro a fait preuve de stabilité face au franc suisse (-0.4 % depuis le 1er janvier 2025), le dollar a nettement reculé (-9 %), renforçant ainsi le sentiment de volatilité des actions américaines. Les actions technologiques ont enregistré des pertes importantes pour les investisseurs en francs suisses : Nvidia (-27 %), Alphabet et Amazon

(-24 % chacune) ainsi qu'Apple (-23 %). Si l'on considère le rendement global d'un portefeuille équilibré au cours des quatre premiers mois, les entreprises européennes leaders de leur domaine représentent le meilleur choix : Engie (+28 % en CHF), Vinci (+26 %), Axa et Nestlé (+21 % chacune), Veolia (+18 %) devant Swiss Life et Swiss Re (+17 % chacune).

Dans un tel environnement difficile des marchés des capitaux, la classe de risque défensive 1 s'est confirmée comme un point d'ancrage stable avec un rendement légèrement positif. Dans la classe de risque « équilibrée » 3 et dans la classe de risque « dynamique » 5, nous avons enregistré récemment une légère perte, après déduction de tous les frais et commissions. La stratégie de dividendes a fait preuve d'une grande résilience. Elle n'inclut aucun titre de croissance sans dividendes. L'année dernière, cette solution a obtenu des résultats moins bons que la classe de risque 5 avec ses actions technologiques ; cette année, c'est exactement le contraire qui se produit jusqu'ici.

Stratégies sur la base des titres individuels

| | Performance des stratégies* | |
|---------------------------------|-----------------------------|----------|
| | Avril 2025 | YTD 2025 |
| Zugerberg Finanz R1 | -1.0% ↓ | +0.3% ↑ |
| Zugerberg Finanz R2 | -1.7% ↓ | +0.0% → |
| Zugerberg Finanz R3 | -1.9% ↓ | -0.3% ↓ |
| Zugerberg Finanz R4 | -2.3% ↓ | -0.7% ↓ |
| Zugerberg Finanz R5 | -2.6% ↓ | -0.6% ↓ |
| Zugerberg Finanz RDividendes | -0.7% ↓ | +8.3% ↑ |
| Zugerberg Finanz Revo1 | -0.7% ↓ | +0.4% ↑ |
| Zugerberg Finanz Revo2 | -1.6% ↓ | -0.2% ↓ |
| Zugerberg Finanz Revo3 | -1.7% ↓ | -0.5% ↓ |
| Zugerberg Finanz Revo4 | -1.9% ↓ | -0.4% ↓ |
| Zugerberg Finanz Revo5 | -2.1% ↓ | -0.2% ↓ |
| Zugerberg Finanz RevoDividendes | -1.1% ↓ | +7.3% ↑ |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo3 | -0.5% ↓ | -1.0% ↓ |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo4 | -0.8% ↓ | -1.3% ↓ |
| Zugerberg Finanz DecarbRevo5 | -0.8% ↓ | -1.2% ↓ |

Zugerberg Finanz Libre passage

| | Performance des stratégies* | |
|-------------------------------------|-----------------------------|----------|
| | Avril 2025 | YTD 2025 |
| Zugerberg Finanz Libre passage R0.5 | -0.7% ↓ | +0.1% ↑ |
| Zugerberg Finanz Libre passage R1 | -0.9% ↓ | +0.5% ↑ |
| Zugerberg Finanz Libre passage R2 | -1.3% ↓ | +0.3% ↑ |
| Zugerberg Finanz Libre passage R3 | -1.5% ↓ | +0.5% ↑ |
| Zugerberg Finanz Libre passage R4 | -1.8% ↓ | +0.4% ↑ |

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

| | Performance des stratégies* | |
|------------------------------------|-----------------------------|----------|
| | Avril 2025 | YTD 2025 |
| Zugerberg Finanz 3a Revo1 | -0.7% ↓ | +0.4% ↑ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo2 | -1.6% ↓ | -0.2% ↓ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo3 | -1.7% ↓ | -0.5% ↓ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo4 | -1.9% ↓ | -0.4% ↓ |
| Zugerberg Finanz 3a Revo5 | -2.1% ↓ | -0.2% ↓ |
| Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes | -1.1% ↓ | +7.3% ↑ |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3 | -0.5% ↓ | -1.0% ↓ |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4 | -0.8% ↓ | -1.3% ↓ |
| Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5 | -0.8% ↓ | -1.2% ↓ |

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

Macroéconomie

La position spéciale des États-Unis est menacée



Le président américain Donald Trump au Rose Garden, à Washington, le 2 avril 2025

Il est indéniable que les États-Unis sont une grande économie. Toutefois, ils sont plus vulnérables et plus exposés aux crises que beaucoup ne le pensent. L'endettement public atteint des records historiques et le niveau d'éducation est médiocre, alors que les infrastructures sont en mauvais état dans une grande partie du pays. Le président américain Donald Trump a conscience de cette situation et souhaite engager des changements. Pourtant, la voie macroéconomique choisie pour atteindre « l'âge d'or » annoncé est loin de faire l'unanimité.

Pendant des décennies, le gouvernement américain a défendu une mondialisation basée sur un système de libre-échange. Grâce à la division internationale du travail, toutes les nations participantes pourraient bénéficier d'avantages en termes de bien-être social. Le principe de l'avantage comparatif prévoit non seulement que le commerce est source de bénéfices pour l'ensemble des nations participantes, mais prédit également que des marchés libres et ouverts engendreront également une spécialisation de ces nations dans les activités pour lesquelles elles disposent d'un avantage comparatif. Fondamentalement, cette idée est cultivée depuis 200 ans et a permis d'atteindre un niveau de prospérité sans précédent à l'échelle mondiale.

En 1815, l'économiste David Ricardo a tenté d'expliquer au gouvernement britannique qu'il ne serait pas en mesure de renforcer sa puissance économique en adoptant une politique douanière protectionniste. À l'époque, le gouvernement britannique avait introduit des droits de douane élevés et limité les importations, notamment de blé. Cela avait maintenu artificiellement le prix des céréales à un niveau élevé, ce qui avait profité aux grands propriétaires terriens, mais vidé les poches de la population. Ricardo considérait que la spécialisation de l'Angleterre dans les produits agricoles était inefficace. Selon lui, l'industrialisation qui débutait à l'époque offrait suffisamment d'opportunités de croissance, et, loin de préserver l'économie nationale, le protectionnisme

commercial mercantiliste limitait les opportunités de consommation que le libre-échange pouvait maximiser.

Le gouvernement américain poursuit également depuis le 2 avril une politique de protectionnisme commercial. À cela s'ajoute que les revenus issus des taxes douanières sont devenus une source de financement public pour les baisses d'impôts prévues. Mais tout cela cache un plan de redistribution de proportions gigantesques : la taxation de la consommation par les droits de douane affecte de manière disproportionnée les couches les plus modestes de la population, alors que les baisses d'impôts profitent essentiellement aux plus riches.

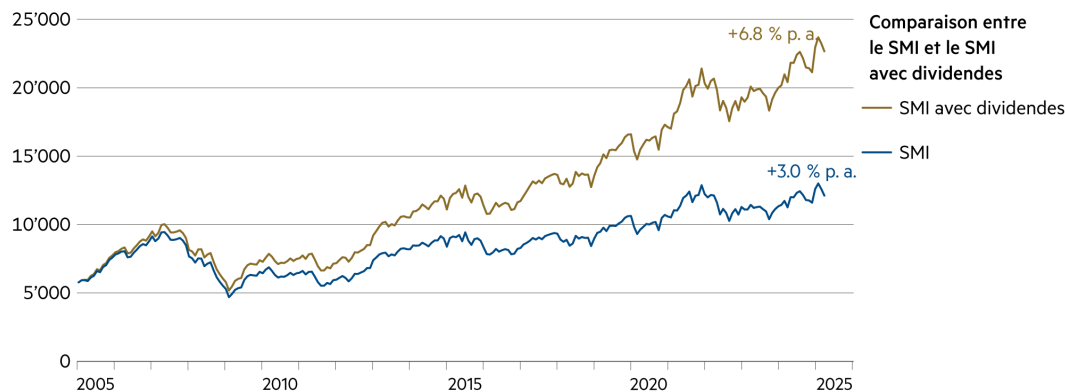
Les États-Unis se détachent de l'économie mondiale dans le mauvais sens du terme. La plupart des pays du G20 sont conscients des avantages engendrés par l'élargissement des marchés et par la baisse des prix des produits et des services, et entendent approfondir la division internationale du travail. Au contraire, le protectionnisme affaiblit le potentiel de production économique. Aux États-Unis, les perspectives de croissance s'amenuisent, alors qu'elles s'améliorent dans les pays qui font face à la concurrence mondiale.

Concrètement, l'économie américaine perd en efficacité : 8 % seulement des personnes actives travaillent encore dans l'industrie, souvent avec un niveau de formation modeste et des salaires dérisoires. L'implantation forcée d'usines aux États-Unis va faire augmenter les coûts de la main-d'œuvre et, à terme, ceux de l'ensemble des produits. L'inflation générée par les taxes douanières augmente, ce qui complique le financement du budget de l'État. Il est judicieux de conserver dans son portefeuille surtout des actions américaines ayant un rayonnement mondial. En revanche, les PME orientées vers le marché intérieur souffrent de cette nouvelle orientation. L'indice des PME est profondément dans le rouge (Russell 2000 : -14.1 % depuis le changement de gouvernement).

| Région | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|-------------------|----------|------------|--|
| Suisse | ↗ | ↗ | La Suisse profite de la force du franc et de la faiblesse des taux d'intérêt rendue possible par une inflation basse. La reprise est évidente. |
| Zone euro, Europe | ↗ | ↗ | Un tournant économique se dessine en Europe, avec des facilités pour les investisseurs et des améliorations notables pour l'immobilier et les infrastructures. |
| Etats-Unis | →↗ | →↗ | La faiblesse des données relatives au marché du travail, la baisse de la confiance des consommateurs et les retards encourus dans les investissements des entreprises en raison de la politique commerciale sont source de scepticisme économique. |
| Reste du monde | ↗ | ↗ | Les indices des directeurs d'achat chinois pour le mois d'avril ont été faibles, renforçant ainsi les craintes d'un ralentissement économique endémique. |

Liquidités, devises

Cash is king ?



Le marché suisse des actions de 2005 à 2025, avec et sans dividendes (Graphique : Zugerberg Finanz)

En Suisse, l'influence du rendement sur l'évolution du patrimoine est systématiquement sous-estimée, ce qui constitue l'une des raisons pour lesquelles peu d'argent est investi en actions dans notre pays. Selon les statistiques bancaires, les ménages suisses préfèrent en définitive ne pas placer leur argent, mais accumuler des sommes bien plus importantes sur des comptes bancaires qui ne produisent pratiquement pas de rendement plutôt qu'investir dans des solutions de placement. Or, le patrimoine double tous les dix ans si l'on réalise un rendement de 7 % par an à long terme avec des actions.

Lorsqu'on parle de liquidités pouvant être investies, il ne s'agit pas d'un « bas de laine », d'un fonds d'urgence équivalent à environ trois à six mois de salaire mis de côté pour les imprévus. Il s'agit de liquidités qui doivent rester intactes. Les dépenses de consommation planifiées, par exemple pour un safari prévu bientôt ou pour l'achat d'une nouvelle voiture, entrent dans la même catégorie.

Nous nous intéressons surtout aux liquidités qui contribuent à la constitution ou au maintien stratégique d'un patrimoine. Il s'agit de capitaux pouvant être utilisés par les investisseurs afin d'investir de manière anticyclique en cas d'opportunités intéressantes. Cela a été le cas au mois d'avril : en plus de nos rapports hebdomadaires, nous avons contacté nos clients à deux reprises pour leur suggérer d'envisager des versements supplémentaires à des cours bas. Il n'est pas trop tard pour acquérir des actions de qualité à des prix très avantageux.

Autre fait intéressant, même lorsque les ménages suisses ont des placements à long terme (épargne-prévoyance au bénéfice d'avantages fiscaux dans le cadre du troisième pilier), une partie importante de leur patrimoine n'est toujours pas investie dans des titres. Selon les statistiques de la Banque nationale suisse (BNS), les avoirs des fondations de

prévoyance 3a s'élevaient à 143 milliards de francs à la fin de 2023. Sur ce montant, 40.4 % n'étaient pas investis.

Les liquidités ne génèrent que peu ou pas de rendement, alors que les rendements à long terme sur les marchés boursiers sont nettement plus élevés. Investir est toujours une décision personnelle. Selon leur capacité et leur propension au risque, les investisseurs peuvent décider d'opter pour une part d'actions faible, moyenne ou élevée. Une chose est sûre : ne pas miser sur des placements réels à long terme est synonyme de coûts d'opportunité élevés.

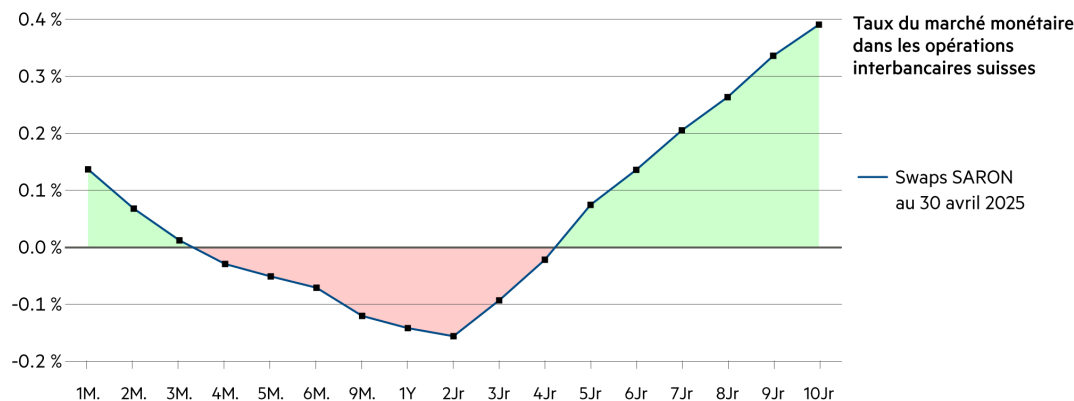
De nombreux arguments plaident en faveur de l'investissement, et au moins une partie de celui-ci devrait être placée en actions. En voici les trois principales raisons :

- 1) Une importante part d'actions présente de l'intérêt en raison de l'effet des intérêts composés sur les dividendes et de l'évolution historiquement positive des rendements boursiers. Au cours des 20 dernières années, le SMI a enregistré un gain de cours annuel de 3.0 %. Si l'on ajoute à cela les revenus des dividendes qui ont été réinvestis, on obtient un rendement total de 6.8 % par an.
- 2) Parce qu'avec des actions, vous profitez du placement le plus rentable : vous bénéficiez à court terme des dividendes et, à plus long terme, des gains de cours attendus qui sont le fruit des parts de bénéfiques thésaurisées des entreprises cotées en bourse.
- 3) Étant donné que nous poursuivons une stratégie de placement axée principalement sur les actions suisses, les risques (de change) sont considérablement moindres : en nous concentrant sur des modèles d'affaires convaincants, générant des flux de trésorerie élevés et positifs et affichant une croissance sur le long terme, nous réduisons considérablement les risques de fluctuation.

| Classe d'actifs | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|---------------------------------|----------|------------|--|
| Compte bancaire | ↘ | ↘ | La Banque nationale suisse réduit à nouveau les intérêts versés aux banques commerciales suisses. À partir de juin, la rémunération des dépôts à vue va baisser. |
| Euro / Franc suisse | → | → | En avril, la BCE avait décidé de la septième baisse des taux d'intérêt depuis mi-2024 et reporté le taux directeur dans la zone euro à 2.25 %. Mais il reste encore une marge de manœuvre. |
| Dollar américain / Franc suisse | →↘ | ↘ | Les taux des Fed Funds devraient rester élevés et restrictifs jusqu'au 18 juin, accélérant ainsi le ralentissement économique contre la volonté du président américain. |
| Euro / Dollar américain | →↗ | →↗ | Si la reprise économique européenne se confirme comme prévu, le cours actuel de 1.14 devrait évoluer favorablement dans une fourchette comprise entre 1.15 et 1.18. |

Obligations

Nous apprécions les obligations en tant que catégorie de placement



Les taux du marché monétaire dans les opérations interbancaires suisses sont en partie négatifs (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Il y a encore peu de temps, les taux d'intérêt négatifs étaient une réalité non seulement en Suisse, mais également dans toute l'Europe. Actuellement, nous n'en sommes plus très éloignés. Nous apprécions les obligations en tant que catégorie de placement qui atténue la volatilité des portefeuilles, justement en phases de turbulences sur les marchés. De plus, nous estimons que leur potentiel risque/rendement est actuellement attractif. La corrélation globalement négative entre les rendements des actions et ceux des obligations devrait se maintenir.

Il nous paraît important de viser des rendements stables avec une partie du portefeuille. Dans un contexte de stabilité du portefeuille, il vaut en outre la peine d'y ajouter des obligations. Au cours du mois d'avril, qui a été marqué par la volatilité, les portefeuilles comptant une part importante d'obligations ont subi nettement moins de fluctuations que ceux comportant une part importante d'actions. Les incertitudes liées aux taxes douanières annoncées par le président américain Donald Trump pour le « Liberation Day » et à la probabilité croissante d'une récession ont également affecté les obligations.

Les « spreads » des obligations d'entreprises ont nettement augmenté, mais même les obligations d'État ont connu un mois d'avril volatil. Après une longue période de tranquillité relative, tous les marchés du crédit ont connu un regain de volatilité. Par exemple, le Move Index, qui sert de baromètre pour les bons du Trésor américain, a connu un mois agité. Les primes de risque ont également subi des fluctuations.

Mais tout d'abord, les spreads offrent des perspectives de rendement nettement meilleures que tout récemment, ce qui signifie que les rendements à l'échéance des obligations d'entreprises ont augmenté. Néanmoins, nous pourrions assister à une nouvelle augmentation des spreads, notamment en raison de la probabilité accrue de récession aux

États-Unis. Il n'en demeure pas moins que de nombreuses entreprises ont des finances saines et ne sont pas menacées par la faillite. Pour l'heure, la dispersion croissante devrait se poursuivre dans tous les secteurs, toutes les industries, tous les pays et toutes les structures de capital.

En Europe, les données fondamentales restent solides. Étant donné que les marchés du crédit risquent de se détériorer quelque peu depuis leur niveau modéré actuel, une sélection disciplinée et prudente conserve une importance déterminante. Il est étonnant de constater que, globalement, les marchés obligataires européens sont restés beaucoup plus calmes en avril que les marchés des actions. Souvent, c'est l'inverse qui se produit, car les marchés obligataires attirent principalement les investisseurs hostiles au risque. Le décalage entre l'Europe et les États-Unis est également frappant. Jusqu'ici, le marché européen a connu de meilleures performances que le marché américain, et continue à disposer d'un potentiel de surperformance durable.

Comme les marchés des actions, les marchés obligataires ont tendance à exagérer à la hausse comme à la baisse. Après plusieurs trimestres de mise en évidence de la faiblesse des primes de risque de crédit, la récente réévaluation pourrait offrir des opportunités de renforcer la future rentabilité des obligations. Dans une perspective de rendement global, les obligations à haut rendement ont affiché de solides performances au premier trimestre, grâce à la hausse des rendements des obligations d'État. Mais ces gains ont rapidement été anéantis en avril, lorsque l'annonce de Donald Trump a effrayé les investisseurs et que les obligations à haut rendement ont accusé le coup de l'intégration croissante des marchés de la possibilité d'une récession, en particulier aux États-Unis.

| Sous-classe d'actifs | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|--|----------|------------|---|
| Obligations d'Etat | →↗ | →↗ | En Allemagne, le rendement des emprunts fédéraux à 10 ans n'est plus que de 2.4 %. Contrairement aux États-Unis, ces obligations ne souffrent d'aucun problème de crédibilité. |
| Obligations d'entreprises | ↗ | ↗ | La sélectivité reste déterminante. Nous sommes toujours d'avis que les obligations d'entreprises offrent de meilleurs rendements que les obligations d'État. |
| Obligations hybrides et à haut rendement | ↗ | ↗ | La pression constante sur les obligations nord-américaines à haut rendement les place dans une fourchette offrant des perspectives de rendement attractives ajustées au risque. |

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Un ancrage solide en un mois d'avril mouvementé



Un camion électrique au centre de logistique Kühne+Nagel Swiss Pharma Hub à Möhlin (Source de l'image : Médiathèque K+N)

Au cours de ce mois d'avril mouvementé, nos obligations ont permis d'assurer un ancrage solide des stratégies mixtes de notre portefeuille dans un environnement difficile. Étonnamment, le Swiss Bond Index dans son ensemble a enregistré une nette progression au mois d'avril. Depuis le début de l'année, sa valeur est restée pratiquement inchangée (+0.1 %). En revanche, le Zugerberg Income Fund (ZIF : +1.0 %), de nature conservatrice, affiche une nette progression, alors que le Credit Opportunities Fund (COF : 0 %), axé sur les primes de risque de crédit, a retrouvé son niveau du début de l'année.

À la fin du mois d'avril, la situation des indices obligataires est négative, à moins que l'on ne se soit couvert contre les risques de change. Bien entendu, on peut arguer que les titres obligataires peuvent toujours être couverts contre les risques de change. Pourtant, il faut être clair sur le fait que les coûts de couverture coûtent actuellement 4.4 % par an à l'investisseur en francs suisses par rapport à son engagement en dollars. Les coûts de couverture annuels par rapport à l'euro, plus stable, ne représentent même pas la moitié de ce montant (2.1 %).

Pour les investisseurs privés, il est également pertinent de relever que le rendement du coupon est assujéti à l'impôt sur le revenu, les coûts de couverture n'étant pas pris en compte. Lorsqu'un client réalise un rendement annuel de 4.4 % sur une obligation en dollars, ce rendement est imposable. S'il réalise un tel rendement dans un placement couvert contre le risque de change, le coupon doit être nettement plus élevé pour atteindre un résultat net nul après impôt sur le revenu.

Néanmoins, la récession constitue un autre aspect à prendre en compte : si les ménages privés détiennent des liquidités excédentaires

sur un compte non rémunéré, le risque est de voir celles-ci bientôt soumises à un taux d'intérêt négatif. Dans le cadre des opérations inter-bancaires suisses, les banques se prêtent déjà à nouveau des fonds à des taux d'intérêt négatifs pour des durées de 4 à 48 mois : cela montre indéniablement que l'épargne bancaire devrait bientôt redevenir sans intérêt dans tout le pays. En période de récession, cela n'entraîne toutefois pas de gain en capital.

Il en va généralement autrement pour les obligations. Lorsque les taux d'intérêt baissent, les cours augmentent. Plus la durée résiduelle d'une obligation est longue, plus cette situation est efficace. Par conséquent, dans un fonds obligataire orienté en conséquence, la durée résiduelle ne doit pas être trop courte, afin que l'effet escompté puisse réellement être perçu en cas de ralentissement conjoncturel et qu'il déclenche un effet contraire dans un mandat « équilibré » entre actions et obligations. C'est la principale raison pour laquelle nous considérons les solutions obligataires telles que le Zugerberg Income Fund comme un amortisseur face au risque.

Dans le Zugerberg Income Fund, la notation moyenne reste toujours élevée, à « A ». Les primes de risque de crédit s'élèvent en moyenne à 91 points de base au-dessus des obligations d'État ajustées en fonction de la durée. Dernièrement, nous avons intégré à notre portefeuille deux obligations d'Alphabet (91 et 107 points de base) et une obligation du groupe logistique Kühne+Nagel (89 points de base). Les primes de risque de crédit sont traditionnellement beaucoup plus élevées pour le COF.

| | Zugerberg Income Fund | Credit Opportunities Fund |
|--|-----------------------|---------------------------|
| Rendement 2025 (rendement sur toute l'année) | +1.0 % | 0 % |
| Rendement depuis le début (taux annualisé) | -6.8 % (-1.0 %) | +34.3 % (+2.4 %) |
| Quantité de mois de performance positive : | 55 % | 68 % |
| Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent) | 110 PB (+14 PB) | 432 PB (+39 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

La hausse des prix de l'immobilier se poursuit



Immeubles de rendement (Photo : Andreas Busslinger)

Taux d'intérêt : la tendance est à la baisse. Des coûts de financement meilleur marché et des taux d'actualisation plus faibles sont à l'origine d'une hausse des valeurs d'estimation et des prix des transactions sur tous les segments du marché immobilier. Ensuite, la forte demande soutient le marché. À cela s'ajoute le fait que les investissements dans l'immobilier et les infrastructures sont de plus en plus populaires. S'il est vrai qu'ils ont un caractère défensif, ils constituent toutefois le moteur d'une économie saine.

En substance, un gestionnaire de fortune peut générer un rendement supplémentaire à quatre niveaux. Le premier consiste à convaincre les clients potentiels d'investir dans des valeurs réelles. C'est une tâche difficile, car les ménages suisses aiment manifestement laisser leurs liquidités excédentaires sur des comptes bancaires. Alors que la part d'actions dans la fortune des ménages est passée de 264'000 millions de francs (fin 2014) à 388'000 millions (2023) au cours des dix dernières années, la part d'espèces et de dépôts à vue a augmenté bien plus fortement, puisqu'elle est passée de 744'000 millions à 936'000 millions selon la BNS. Cela correspond à environ 100'000 francs par personne : c'est à dire, à un capital qui ne génère aucun rendement.

Grâce aux placements réels, il est possible de réaliser un rendement supplémentaire substantiel, non seulement grâce aux actions, mais aussi à des classes d'actifs souvent négligées telles que l'immobilier et les infrastructures. Cela nous amène à un autre niveau du Portfolio Management : la construction du portefeuille. C'est sur ce point que la plupart des gestionnaires de fortune se différencient. Par exemple, pour nous il a toujours été évident que les valeurs immobilières et infrastruc-

turelles avaient toute leur place dans un portefeuille, ce qui n'est pas le cas dans la théorie classique du portefeuille, qui considère l'immobilier comme une classe d'actifs « alternative ». Un revenu supplémentaire peut également être généré en prenant en compte le risque et le rendement. Nombreux sont les investisseurs institutionnels qui investissent dans les obligations uniquement sous forme d'emprunts d'État. Or, pour le même risque, les obligations d'entreprises permettent d'obtenir un rendement plus élevé. Enfin, un rendement supplémentaire peut être généré grâce à une mise en œuvre efficace. C'est sur ce point que l'on peut constater si un gestionnaire de portefeuille est en mesure de combler le fossé entre la théorie et la pratique.

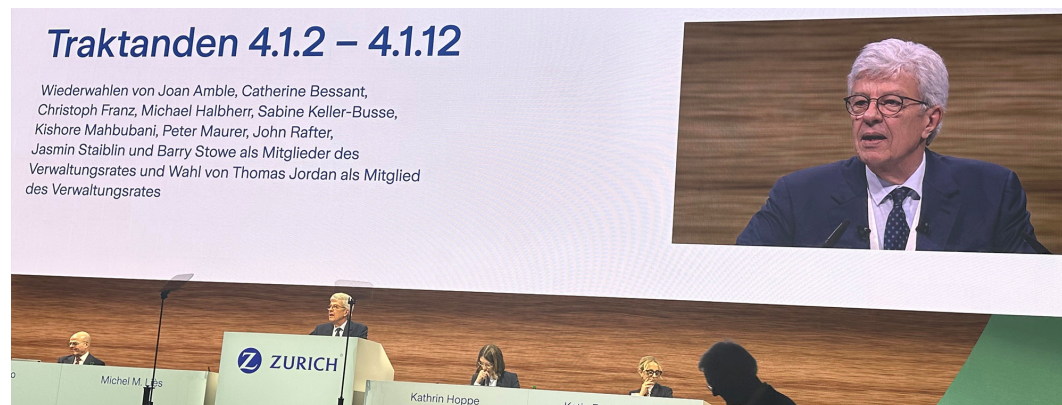
Pour revenir aux placements immobiliers et infrastructurels, ils ont illustré de manière exemplaire leur caractère défensif en avril 2025. Les valeurs immobilières suisses Mobimo et PSP Swiss Property, que nous détenons par exemple dans nos portefeuilles de dividendes, ont enregistré un rendement global positif de près de +5.4 % et +9,5 % chacune en avril, alors que le SMI reculait de plus de 2.4 %. La même chose s'est produite pour les valeurs d'infrastructure nationales, à savoir Flughafen Zürich (+1.9 %) et le groupe énergétique BKW (+7 %). Ces entreprises ne sont pas impliquées dans des litiges en matière douanière. Leurs flux de trésorerie d'entreprise sont structurellement positifs et leur position sur le marché dispose d'un ancrage considéré comme solide.

En d'autres termes, cela signifie que la partie défensive d'un portefeuille devrait être constituée en majorité de valeurs immobilières et d'infrastructure. Cette stratégie a également fait ses preuves cette année.

| Sous-classe d'actifs | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|------------------------------------|----------|------------|---|
| Biens résidentiels CH | ↗ | ↗ | Nous tablons sur une nouvelle baisse des taux d'intérêt de la BNS de 25 points de base à 0.0 % le 19 juin : cela devrait doper la demande d'immeubles générateurs de rendement. |
| Surfaces de vente et de bureaux CH | ↗↗ | ↗ | La qualité demeure un atout. À cela s'ajoute un financement optimal sur le marché hypothécaire et/ou des capitaux. Ces deux éléments peuvent porter le rendement des fonds propres à plus de 4 %. |
| Fonds immobiliers CH | → | ↗↗ | Après quatre mois, l'indice immobilier de référence SXI Swiss Real Estate Fund Total Return se maintient au niveau atteint en début d'année. |
| Actions et fonds d'infrastructures | ↗ | ↗ | Notre allocation orientée sur les infrastructures mondiales a fait ses preuves depuis le début de l'année : Engie (+28 % en CHF), Vinci (+26 %) et Veolia (+18 %). |

Actions

La position particulière des valeurs technologiques



Assemblée générale de Zurich Insurance Group, le mercredi 9 avril 2025 (Photo : Walter Grimm)

La position particulière des actions technologiques se maintient. Elle ne se limite toutefois pas aux actions technologiques américaines. Certaines actions européennes (par exemple SAP) ont également acquis une position dominante au niveau mondial, tout comme certaines actions asiatiques (par exemple TMSC). Elles ne sont pas concernées par les taxes douanières sur le commerce des marchandises, car il s'agit essentiellement de services qui, s'ils sont fournis depuis l'étranger, ne sont pas soumis à une éventuelle TVA ou à une taxe sur les ventes au niveau national.

Au cours du mois d'avril, nous avons enregistré les marchés boursiers les plus volatils depuis l'éclatement de la pandémie de Covid-19 au printemps 2020. Dans le cas des actions américaines, cette impression a été encore plus intense cette fois en raison de la faiblesse du dollar. Pourtant, vers la fin du mois d'avril et au début du mois de mai, les marchés financiers ont connu un regain de confiance lorsqu'il est apparu clairement que la politique commerciale de Donald Trump ne pouvait être mise en œuvre telle quelle.

De plus, les résultats de SAP et de Microsoft ont illustré la raison pour laquelle les valeurs technologiques avaient leur place dans un portefeuille d'actions largement diversifié. Les opportunités qui seront engendrées au cours de la prochaine décennie dans des domaines d'innovation transformatrice, comme l'intelligence artificielle (IA), la numérisation et la décarbonisation se maintiendront bien au-delà du mandat de l'actuel président américain.

Les actions européennes présentent également des opportunités attrayantes, mais restent nettement moins valorisées que les titres américains typiques. De plus, les leaders européens de qualité dépendent moins d'un seul marché national et sont ainsi souvent mieux

intégrés dans l'économie mondiale que la plupart des entreprises américaines, qui sont fortement orientées vers le marché intérieur. Dans de nombreux secteurs, les entreprises européennes occupent en outre une position de leaders mondiaux du marché, notamment dans certains domaines situés à l'interface de la technologie et de la production industrielle, comme la mécanique et l'ingénierie logicielle industrielle. Il s'agit de grandes entreprises comme par exemple Siemens, un géant industriel doté de capacités en matière d'intelligence artificielle. Mais on y trouve également de petites entreprises telles que Mettler-Toledo et Belimo, qui ont conquis une position de leader sur leur marché de niche depuis l'Oberland zurichois.

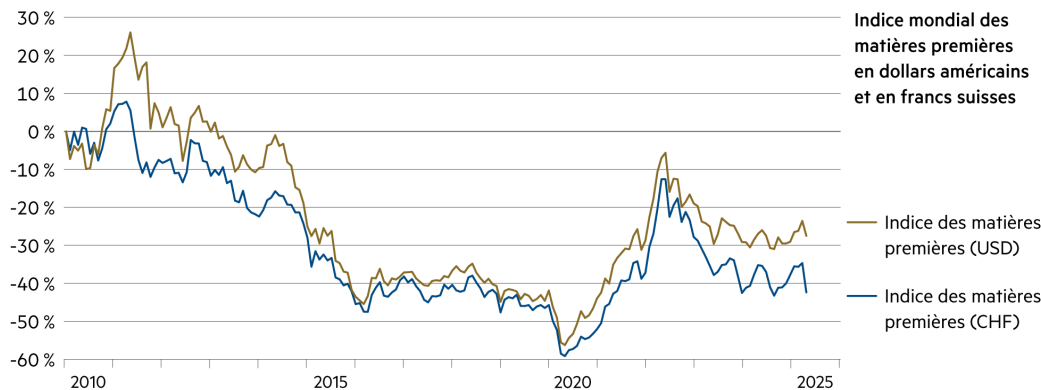
Grâce à sa fusion avec Lafarge, le cimentier Holcim fait également partie de ces leaders mondiaux incontestés ayant leurs racines en Europe. Entre-temps, les détails concernant la fusion des activités américaines du groupe sont connus. Une fois que la transaction, qui se chiffre en milliards, sera finalisée en juin, les actions d'Amrize resteront dans le portefeuille. Le conseil d'administration propose une distribution spéciale sous la forme d'un dividende en nature d'une action Amrize pour chaque action Holcim. Cette transaction sans nul doute intéressante est soumise à l'approbation des actionnaires. Les actions Amrize seront cotées sous le symbole « AMRZ » à la Bourse de New York et à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange.

Swiss Re, réassureur mondial de premier plan, reste un joyau. Si sa position en termes de capital s'est légèrement détériorée en 2024, elle reste toutefois à un niveau très élevé. Selon le Swiss Solvency Test, le ratio a baissé de 12 points de pourcentage pour s'établir à 257 %. Swiss Re considère qu'elle est parfaitement armée pour l'avenir.

| Sous-classe d'actifs | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|----------------------------|----------|------------|---|
| Actions Suisse | →↗ | ↗ | Le rendement global du SMI est propulsé par Nestlé (+21 %), Swiss Life/Swiss Re (+17 % chacune), Zurich/Swisscom (+14 % chacune), Geberit (+13 %) et Lonza (+10 %). |
| Actions Zone euro / Europe | →↗ | ↗ | Depuis le début de l'année, les plus fortes contributions au portefeuille en francs suisses ont été réalisées par Axa (+21 %), Deutsche Telekom (+12 %), Siemens (+9 %) et SAP (+8 %). |
| Actions Etats-Unis | → | ↗ | Nous voyons un potentiel de reprise pour les valeurs technologiques mondiales comme Microsoft, dont les derniers résultats et les perspectives sont convaincants. |
| Actions Pays émergents | →↗ | ↗ | Notre fonds Inde affiche une performance de 0 % (depuis le début de l'année, en roupies), soit environ 5 % au-dessus de l'indice de référence. Toutefois, sa valorisation est en baisse (-9 % en CHF) en raison des effets de change. |

Placements alternatifs

Des marchés des matières premières volatils



Indice mondial des matières premières de 2010 à 2025 en USD (-26.9 %) et en CHF (-41.8 %) (Source : Bloomberg Commodity Index BCOM | Graphique : Zugerberg Finanz)

En avril, les marchés des matières premières ont été particulièrement volatils, mais la tendance générale est prometteuse. Les prix des matières premières ont tendance à baisser : les prix de l'énergie, en particulier, sont en recul. Depuis le début de l'année, le prix du pétrole brut (-26 % en CHF) a nettement baissé, tout comme celui du gaz liquéfié, du mazout et du charbon. Étant donné que les pays producteurs de pétrole augmentent leur offre, les prix devraient continuer à baisser, tout comme ceux des métaux essentiels tels que l'aluminium, le cuivre et le minerai de fer.

Plusieurs délégués des pays producteurs de pétrole de l'OPEP+ font pression pour accélérer à nouveau la production, bien que le rapport sur les stocks de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) annonce un niveau élevé. En principe, cela aurait dû endiguer la vente massive, mais de nombreux pays sont tellement dépendants des revenus issus du pétrole qu'ils continuent d'augmenter leur production.

C'est la raison essentielle pour laquelle les prévisions relatives aux différents prix de l'énergie pour 2025 continuent d'être revues à la baisse, car il y a lieu de s'attendre à une baisse de la demande de pétrole ces prochains mois du fait du ralentissement de l'activité manufacturière en lien avec les taxes douanières. Il faut même s'attendre à ce que les incertitudes croissantes sur le plan politique engendrent un report des investissements des entreprises, ce qui aggravera le ralentissement économique.

Le comportement de l'OPEP+ et les processus politiques auxquels participent la Russie et l'Iran demeurent des inconnues importantes susceptibles d'entraîner de nouvelles fluctuations. Sous l'effet de la pression à importer davantage de marchandises en provenance des États-Unis, les

exportations de gaz liquéfié américain pourraient notamment augmenter. Récemment, la capacité d'exportation de GNL des États-Unis a augmenté à un rythme étonnamment rapide, grâce à la mise en service de deux projets d'exportation de GNL (Plaquemines Phase 1 et Corpus Christi Stage 3), qui correspondent à une capacité nominale d'environ 450 TWh par année. En conséquence, l'EIA a nettement revu à la hausse ses prévisions relatives aux exportations américaines de GNL en 2025.

La demande chinoise de gaz a été morose cette année, et accusé dès le mois de mars une baisse d'environ 15 % par rapport à l'année précédente, qui s'est manifestement poursuivie en avril. D'autre part, la demande de gaz importé dans l'Union européenne (UE) est forte en raison du faible niveau des stocks (actuellement 39.0 %) et du niveau bas des prix après l'hiver, et ce indépendamment des éventuels changements de politique de stockage dans l'UE. Une autre raison de la vigueur de la demande de livraisons de GNL dans l'UE est que les livraisons de gaz par gazoduc en provenance de Russie sont limitées au corridor de la mer Noire.

La croissance rapide de l'offre de GNL en provenance des États-Unis, la demande robuste dans l'UE et les efforts de cette dernière pour équilibrer quelque peu le commerce des marchandises confèrent un regain de dynamisme sur le marché atlantique du GNL. Le prix TTF du gaz naturel liquéfié a chuté de 36 % depuis le début de l'année. Pour l'instant, l'Europe est devenue un marché acheteur, et pourrait potentiellement rester pendant longtemps en cas de status quo des principaux facteurs comme la reprise de la demande en Asie ou le ralentissement de la croissance de l'offre aux États-Unis.

| Sous-classe d'actifs | 3-6 mois | 12-24 mois | Estimations |
|-----------------------------|----------|------------|---|
| Matières premières | ↘ | →↗ | L'augmentation de la production décidée par l'OPEP+ est à l'origine d'une baisse des prix du pétrole brut (57 dollars pour le WTI et 60 dollars pour le Brent au 1.5.25) ; la faiblesse du dollar renforce cette tendance négative. |
| Or / Métaux précieux | →↗ | →↗ | Les analystes spécialisés dans l'or ont rarement été aussi divisés dans leurs évaluations. Certains mettent en garde contre les exagérations, d'autres sont d'avis que la politique de Trump renforce la reprise. |
| Insurance-Linked Securities | ↗ | →↗ | Les tensions géopolitiques latentes n'ont aucune incidence sur les ILS. Ce faisant, elles peuvent conserver parfaitement leur caractère de catégorie de placement non corrélée. |
| Private Equity | ↗ | ↗ | Les investisseurs institutionnels et, encore davantage, les investisseurs privés sont sous-investis dans cette catégorie de placements clé, qui devrait connaître une forte croissance dans les années à venir. |

Données du marché

| Classe d'actifs | Cours (en monnaie locale) | | | Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF) | | | |
|-------------------------------------|---------------------------|------------|---------|---|--------|--------|--------|
| | | 30.04.2025 | 04/2025 | 2025YTD | 2024 | 2023 | 2022 |
| Actions | | | | | | | |
| SMI | CHF | 12'117.0 | -3.8% | +4.4% | +4.2% | +3.8% | -16.7% |
| SPI | CHF | 16'479.2 | -1.9% | +6.5% | +6.2% | +6.1% | -16.5% |
| DAX | EUR | 22'497.0 | -0.9% | +12.2% | +20.4% | +13.1% | -16.3% |
| CAC 40 | EUR | 7'593.9 | -4.8% | +2.3% | -1.0% | +9.6% | -13.9% |
| FTSE MIB | EUR | 37'604.8 | -3.5% | +9.2% | +14.1% | +20.4% | -17.3% |
| FTSE 100 | GBP | 8'494.9 | -4.8% | +0.4% | +12.1% | -0.3% | -8.8% |
| EuroStoxx50 | EUR | 5'160.2 | -4.0% | +4.8% | +9.6% | +12.1% | -16.0% |
| Dow Jones | USD | 40'669.4 | -10.0% | -13.4% | +22.1% | +3.5% | -7.7% |
| S&P 500 | USD | 5'569.1 | -7.7% | -14.2% | +33.4% | +13.1% | -18.5% |
| Nasdaq Composite | USD | 17'446.3 | -6.2% | -18.2% | +39.2% | +30.6% | -32.3% |
| Nikkei 225 | JPY | 36'045.4 | -1.1% | -9.6% | +15.2% | +8.6% | -19.7% |
| Sensex | INR | 80'242.2 | -2.3% | -5.9% | +13.8% | +7.4% | -4.8% |
| MSCI World | USD | 3'655.5 | -6.3% | -10.7% | +26.6% | +10.8% | -18.5% |
| MSCI EM | USD | 1'112.8 | -6.1% | -6.3% | +13.6% | -2.6% | -21.5% |
| Obligations (divers) | | | | | | | |
| Glob Dev Sov (Hedged CHF) | CHF | 154.2 | +0.8% | +0.6% | -1.4% | +2.2% | -13.2% |
| Glob IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 184.3 | 0.0% | +0.8% | -0.8% | +4.2% | -16.7% |
| Glob HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 359.7 | -0.4% | -0.2% | +6.1% | +8.7% | -13.6% |
| USD EM Corp (Hedged CHF) | CHF | 274.0 | -0.3% | +0.8% | +2.4% | +4.5% | -18.2% |
| Emprunts d'Etat | | | | | | | |
| SBI Dom Gov | CHF | 186.8 | +3.2% | +0.0% | +4.0% | +12.5% | -17.0% |
| US Treasury (Hedged CHF) | CHF | 139.2 | +0.2% | +2.1% | -3.8% | -0.5% | -15.0% |
| Eurozone Sov (Hedged CHF) | CHF | 179.7 | +1.7% | -0.3% | -0.8% | +4.8% | -18.9% |
| Obligations d'entreprise | | | | | | | |
| CHF IG Corp (AAA-BBB) | CHF | 191.2 | +0.6% | +0.1% | +5.1% | +5.7% | -7.5% |
| USD IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 185.8 | -0.4% | +0.9% | -2.4% | +3.5% | -18.5% |
| USD HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 605.9 | -0.4% | -0.3% | +3.7% | +8.5% | -13.7% |
| EUR IG Corp (Hedged CHF) | CHF | 168.1 | +0.8% | +0.1% | +2.0% | +5.9% | -14.1% |
| EUR HY Corp (Hedged CHF) | CHF | 302.9 | +0.1% | +0.1% | +5.4% | +9.8% | -10.9% |
| Placements alternatifs | | | | | | | |
| Or Spot CHF/kg | CHF | 87'313.6 | -1.7% | +14.0% | +36.0% | +0.8% | +1.0% |
| Commodity Index | USD | 100.9 | -11.8% | -7.4% | +8.3% | -20.4% | +15.1% |
| SXI SwissRealEstateFunds TR | CHF | 2'714.6 | -2.7% | 0.0% | +16.0% | +5.4% | -17.3% |
| Devises | | | | | | | |
| Dollar / franc suisse | CHF | 0.8258 | -6.6% | -9.0% | +7.8% | -9.0% | +1.3% |
| Euro / franc suisse | CHF | 0.9360 | -2.1% | -0.4% | +1.2% | -6.1% | -4.6% |
| 100 yen japonais / franc suisse | CHF | 0.5771 | -2.2% | +0.2% | -3.4% | -15.4% | -11.0% |
| Livre sterling (GBP) / franc suisse | CHF | 1.1013 | -3.6% | -3.0% | +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 30/04/2025 ; données économiques au 30/04/2025 ; pronostics économiques au 30/04/2025. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.