



Stand up paddle sur le lac d'Ägeri (Photo: Andreas Busslinger)

## Baisse de l'inflation et des taux d'intérêt en Europe

La guerre commerciale qui sévit dans le monde entier est loin d'être terminée. Il est vrai que quelques nouvelles réjouissantes ont été annoncées en mai, mais elles ont souvent été immédiatement suivies par des informations contraires. Le commerce des matières premières a également fait l'objet de grandes incertitudes, car parallèlement à la dépréciation du dollar, les importations d'énergie en Europe ont connu une baisse à deux chiffres au cours des derniers mois, ce qui a eu un effet désinflationniste.

En Europe, la diminution de l'inflation entraîne une baisse des taux d'intérêt directs et des taux des marchés des capitaux, ce qui renforce le pouvoir d'achat des ménages et accélère les investissements dans les équipements et la construction. L'aiguille de la conjoncture pointe vers le haut. En revanche, la situation s'avère plus difficile pour les États-Unis. La tendance des taux d'intérêt sur le long terme est à la

hausse, ce qui augmente le coût des crédits aux entreprises et des crédits hypothécaires et entraîne une hausse des coûts du service de la dette. Cela pourrait expliquer pourquoi la célèbre société d'investissement Berkshire Hathaway, créée il y a 60 ans par Warren Buffett, aujourd'hui âgé de 94 ans, détient à l'heure actuelle davantage de liquidités que de placements réels (actions Apple, American Express, Bank of America, Coca-Cola, Chevron, etc.).

Le potentiel de reprise des actions américaines est limité, au vu des rendements obligataires concurrents (4.4 % et 5.0 % pour les obligations d'État respectivement à 10 et 20 ans). En Suisse, c'est exactement l'inverse qui se produit. La courbe des rendements des obligations de la Confédération est négative pour les échéances jusqu'à cinq ans. Un panier d'actions bien diversifié produisant un rendement des bénéfices supérieur à 6 % semble plutôt avantageux.

## Des changements en mai

À la fin du mois d'avril, de nombreux portefeuilles connaissaient encore une légère baisse. En mai, la guerre des droits de douane a connu une accalmie, la volatilité a reculé et les investisseurs ont retrouvé la confiance. Mais en dépit de ce changement, le cadre général est resté difficile, puisque les taux d'intérêt sur le long terme ont affiché une tendance à la hausse, notamment aux États-Unis et au Japon. Toutefois, le dollar a perdu plus de 9 % depuis le début de l'année, entraînant dans son sillage l'indice mondial des actions (BBG World -5.9 % en CHF). À l'instar de la plupart des indices boursiers, l'indice boursier américain large S&P 500 a pu se redresser en mai, même s'il reste fortement négatif après cinq mois (-9.4 % en CHF). Les actions suisses (SMI : +5.4 %) ont contribué à la performance des indices boursiers européens, emmenés par l'indice allemand (DAX : +19.6 %).

Pour les titres individuels, le rendement total, dividendes compris, a subi d'importantes variations après cinq mois (en CHF) : d'Apple

(-27 %), Alphabet (-17 %) et Amazon (-15 %) à une extrémité, à des actions telles que Engie (+34 %), Vinci (+29 %), Axa (+27 %), Swiss Life (+22 %), Nestlé (+21 %), Schindler (+19 %) ainsi qu'Also, BKW et Deutsche Telekom (chacune +18 %) à l'autre extrémité.

Dans un tel environnement des marchés des capitaux, la classe de risque défensive 1, qui contient une part élevée d'obligations, a confirmé sans changement un rendement clairement positif (+1.6 %). Dans la classe de risque « équilibrée » 3 (par exemple, Revo3 avec +1.9 % ; +2,4 % en mai), 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 +3.0 % ; en mai, +3.1 %).

Jusqu'ici la stratégie de dividendes a affiché une performance exceptionnelle (par exemple Revo Dividendes avec +10.7 % ; +3.2 % en mai). Cela est imputable aux nombreuses actions à fort dividende comme Helvetia (+35 %) et Cembra Money Bank (+29 %).

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Mai 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+1.1% ↗	+1.4% ↗
Zugerberg Finanz R2	+1.7% ↗	+1.7% ↗
Zugerberg Finanz R3	+2.1% ↗	+1.8% ↗
Zugerberg Finanz R4	+2.7% ↗	+2.0% ↗
Zugerberg Finanz R5	+3.0% ↗	+2.4% ↗
Zugerberg Finanz RDividendes	+2.7% ↗	+11.3% ↗
Zugerberg Finanz Revo1	+1.2% ↗	+1.6% ↗
Zugerberg Finanz Revo2	+2.0% ↗	+1.8% ↗
Zugerberg Finanz Revo3	+2.4% ↗	+1.9% ↗
Zugerberg Finanz Revo4	+2.8% ↗	+2.4% ↗
Zugerberg Finanz Revo5	+3.1% ↗	+3.0% ↗
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+3.2% ↗	+10.7% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+3.0% ↗	+1.9% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+3.5% ↗	+2.2% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+3.9% ↗	+2.7% ↗

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Mai 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.3% ↗	+0.4% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.7% ↗	+1.2% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+1.2% ↗	+1.6% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+1.7% ↗	+2.2% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+2.2% ↗	+2.5% ↗

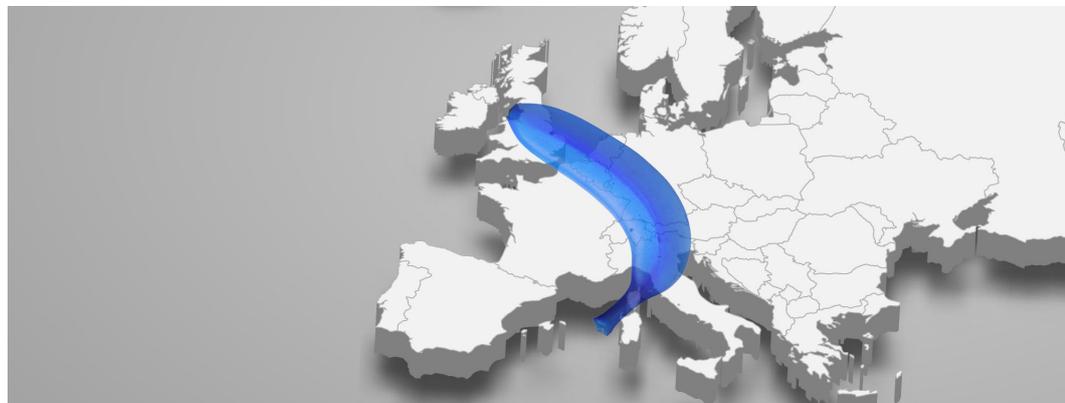
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Mai 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.2% ↗	+1.6% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+2.0% ↗	+1.8% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+2.4% ↗	+1.9% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+2.8% ↗	+2.4% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+3.1% ↗	+3.0% ↗
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+3.2% ↗	+10.7% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+3.0% ↗	+1.9% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+3.5% ↗	+2.2% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+3.9% ↗	+2.7% ↗

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

Macroéconomie

## Cultiver une nouvelle dynamique de croissance



La ceinture d'agglomérations appelée « banane bleue », qui compte environ 110 millions d'habitants, constitue le poumon économique historique de l'Europe (Graphique : Zugerberg Finanz)

**Il est faux de se concentrer avec angoisse sur la politique douanière menée outre-Atlantique. Les défis majeurs auxquels l'Europe fait face se situent sur cette rive-ci, pour ainsi dire à notre porte : il convient en particulier d'augmenter l'offre de main-d'œuvre (qualifiée) en adoptant les bonnes incitations sur le plan des impôts et des taxes. Il s'agit également de cultiver la dynamique de croissance en allégeant les charges de la bureaucratie. Un ralentissement de la croissance des dépenses publiques permettrait en outre de doper les solutions du secteur privé. Il existe de nombreux défis, et il s'agit de les relever.**

Compte tenu des changements radicaux dans la géopolitique actuelle, nous considérons que la pose de jalons est extrêmement importante pour l'avenir de l'Europe. L'une des forces du site européen est qu'il compte plusieurs centres régionaux dotés d'une force d'innovation importante et dynamique sur le plan économique, ayant chacun ses domaines prioritaires. La plupart de ces centres se situent dans la « banane bleue », un ensemble d'agglomérations densément peuplées en forme de croissant qui compte environ 110 millions d'habitants. Cela correspond à une grande région européenne entre la mer d'Irlande et la mer Méditerranée, qui est considérée depuis des siècles comme le poumon économique de l'Europe.

Pourtant, depuis le déclin induit par la pandémie, le produit intérieur brut réel de la banane bleue n'a pas connu une reprise aussi forte qu'aïl leurs. En particulier, l'évolution de l'industrie manufacturière exerce un effet de ralentissement pour la croissance. Des branches importantes de l'industrie comme la construction mécanique, l'automobile ou la chimie, mais aussi le secteur de la construction, sont confrontés à des problèmes. Les investissements des entreprises, aussi bien dans les équipements que dans la construction, ont baissé.

Lors des cycles économiques précédents, la reprise a souvent été stimulée par les exportations, ce qui n'est pas le cas cette fois. Sur les marchés mondiaux, la concurrence se renforce, en provenance d'Asie, notamment de Chine. Les exportateurs européens perdent des parts de marché. La consommation privée ne représente actuellement qu'un soutien modéré pour l'économie. Il est vrai que certains effets de rattrapage ont été engendrés après la pandémie. Toutefois, les fortes incertitudes relatives à l'évolution économique et les hausses de prix importantes ont considérablement assombri le moral des consommateurs.

Toujours est-il qu'entre temps, l'inflation a nettement baissé, ce qui devrait donner de l'élan à la consommation. Il existe ainsi également des évolutions réjouissantes. Pour les entreprises qui sont dépendantes de fonds externes, les coûts sont nettement moins élevés. Dans les groupes non financiers cotés en bourse, le ratio de fonds propres, qui avait baissé pendant la crise du Coronavirus, a même atteint son plus haut niveau depuis 2008. Ce sont des signes que nous pourrions retrouver une tendance à la croissance sur le long terme, à condition de poser les bons jalons structurels.

La faiblesse de l'économie est imputable sur le plan structurel à une pénurie de main-d'œuvre qualifiée et à une faible immigration de travailleurs qualifiés. Les prix élevés de l'énergie sont également devenus un facteur pesant. Le principal élément qui affaiblit le dynamisme des entreprises est la forte densité réglementaire et la multitude de prescriptions étatiques. La lenteur des processus de planification et d'autorisation (« bureaucratie ») empêche en outre les entreprises de se consacrer à d'autres activités productives. Il existe également un important retard dans le domaine de la numérisation de l'administration publique. Il y a ainsi un important potentiel inexploité sur le plan des gains de productivité.

Région	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	L'inflation (-0.1 %) est à son plus bas niveau depuis avril 2021. Le ralentissement de l'économie mondiale augmente le risque d'une inflation négative persistante.
Zone euro, Europe	↗	↗	Jean Monnet a écrit : « J'ai toujours pensé que l'Europe se ferait dans les crises et qu'elle serait la somme des solutions apportées à ces crises ».
Etats-Unis	↔↗	↔↗	Les États-Unis doivent également aborder leurs défis structurels et mettre en œuvre des innovations et la numérisation. L'économie est actuellement en perte de vitesse.
Reste du monde	↗	↗	Dans un nombre croissant de pays, le potentiel de gains de productivité est exploité de manière plus systématique que dans la « vieille » Europe. Cela modifie la compétitivité.

Liquidités, devises

## L'Europe sur la voie de la reprise



Image créée avec « Chat & Ask AI » (Graphique: Zugerberg Finanz)

**En Europe, l'inflation connaît une baisse importante, ce qui renforce la confiance. Les conditions de financement avantageuses renforcent l'attrait des investissements et la volonté d'investir le capital dans l'avenir. La demande de crédits augmente en Europe et, depuis le début de l'année, les actions européennes continuent de surpasser les actions américaines d'environ 20 %. En tenant compte de la faiblesse du dollar, les écarts de performance sont encore plus importants.**

L'étendue de la reprise rapide des cours des actions depuis leur plus bas niveau annuel début avril est surprenante, notamment aux États-Unis, ce d'autant plus que les perspectives de croissance pour l'économie américaine se sont récemment assombries. Il sera difficile pour les États-Unis, fortement endettés, de réagir à cette situation difficile, aussi bien sur le plan monétaire que budgétaire. Le marché obligataire a clairement montré son scepticisme par rapport aux nouvelles baisses d'impôts. En outre, les incertitudes entourant les taxes douanières drastiques promulguées par les États-Unis et les revirements imprévisibles pèsent lourdement dans la balance.

On manque de prévisibilité non seulement à court terme, mais également à long terme : après des décennies de libre-échange, c'est une période marquée par un nationalisme économique et un protectionnisme accru qui devrait faire son grand retour avec Donald Trump. Toutefois, étant donné qu'il ne s'agit que d'une hypothèse, les projets d'investissement aux États-Unis sont continuellement reportés.

Ces dernières semaines, le président américain Donald Trump, plutôt habitué aux victoires, a subi plusieurs revers importants, que ce soit dans les négociations avec la Russie (Ukraine), l'Iran (programme nucléaire), la Chine (droits de douane, commerce), le Canada (commerce) ou sur les marchés financiers (bons du Trésor américain, agence de

notation Moody's). Dans son entourage, la nervosité augmente, car les élections de mi-mandat prévues l'année prochaine risquent de lui occasionner des pertes s'il devait continuer avec son style politique clivant et provoquer, du fait des droits de douane, une hausse de l'inflation et un ralentissement conjoncturel. Dans toute l'histoire des États-Unis, cela serait la première récession pouvant être imputée aux agissements d'une seule personne.

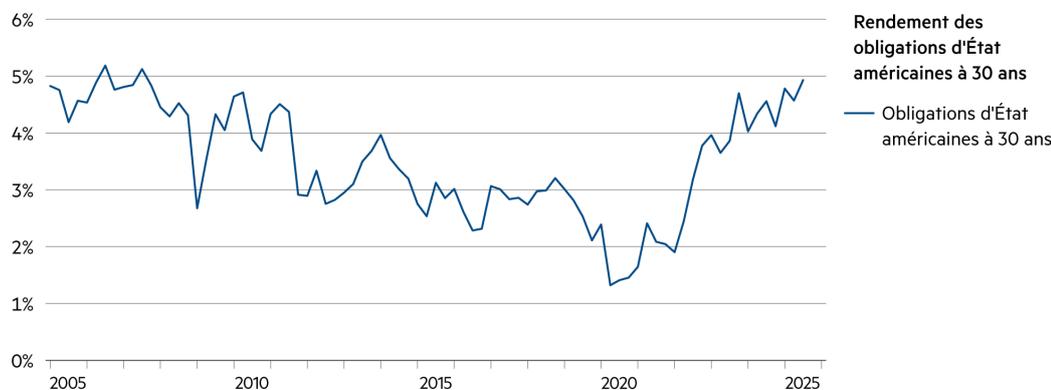
Cela fait longtemps que nous sommes préparés à un renforcement du protectionnisme et à un ralentissement de la croissance économique en privilégiant les valeurs défensives dans nos stratégies de portefeuille. La grande majorité des actions américaines sont menacées par une baisse des marges, des bénéfices et des cours. C'est pourquoi nous restons sous-pondérés dans ce secteur et investissons exclusivement dans des entreprises mondiales leaders sur leurs marchés avec des taux de croissance des bénéfices positifs, à l'instar de Microsoft, Mastercard et, par exemple, Nvidia, dont les principaux composants continuent d'être produits principalement à Taïwan.

En Europe, on observe depuis peu un afflux de talents, de capitaux et d'innovation en provenance d'Amérique du Nord. Dans de nombreux domaines, la recherche fondamentale est de premier ordre, et elle est désormais suivie d'investissements massifs dans l'économie réelle : 1'000 milliards d'euros dans le fonds allemand pour l'avenir destiné à la défense, à la sécurité et aux infrastructures. Le programme spatial européen est accéléré et l'UE investit à elle seule 200 milliards dans le développement de l'IA. L'engagement du secteur privé devrait plus que doubler ce montant. Tout cela conduit à MEGA : Make Europe Great Again. Les investisseurs y croient, raison pour laquelle les marchés européens se développent mieux que les marchés américains.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	À court terme, les banques se prêtent mutuellement de l'argent à des taux de -0.07 % (3 mois), -0.27 % (12 mois) et -0.09 % (4 mois). Nous sommes de retour dans une période de taux d'intérêt négatifs.
Euro / Franc suisse	→	→	La stabilité financière dans la zone euro a renforcé l'euro et, grâce à la réduction de la volatilité, a eu un effet positif net sur le PIB, ce qui a à son tour encore renforcé l'euro.
Dollar américain / Franc suisse	→↘	↘	La forte appréciation du franc contribue au recul de l'inflation et à l'évolution négative des prix des biens importés (par exemple, des matières premières).
Euro / Dollar américain	→↗	↗	L'euro s'est apprécié plus rapidement qu'attendu et a atteint 1.14. Dans la zone euro, la politique monétaire neutre de la BCE devrait permettre à l'inflation de passer en dessous de la valeur cible de 2 %.

Obligations

## Réaction du marché obligataire



Rendement des obligations d'État américaines à 30 ans : 2005 à 2025 (Source : Federal Reserve Economic Data | Graphique : Zugerberg Finanz)

**Les baisses d'impôts aux États-Unis ne sont pas particulièrement bien accueillies sur le plus important marché obligataire au monde, celui des bons du Trésor américain. Le message adressé au Congrès est : « ne commettez pas d'erreur ». En guise d'avertissement, le marché a relevé temporairement le rendement des obligations d'État à 30 ans à 5.2 % en mai, un niveau inédit depuis deux décennies. Moins de recettes fiscales signifie moins de sécurité s'agissant de la capacité à rembourser à l'avenir les intérêts et le capital des obligations.**

De facto, le budget de l'Etat américain est déjà déséquilibré aujourd'hui et la voie empruntée laisse présager une évolution durablement néfaste. Les recettes fiscales ne permettent de loin pas de couvrir les dépenses. Cela engendre un nouvel endettement qui, avec 7 % du produit intérieur brut, atteint un niveau que les États-Unis n'avaient jamais atteint en période de reprise économique. Cela est d'autant plus remarquable qu'il existe actuellement un risque accru de récession.

En règle générale, les récessions s'accompagnent d'une baisse des recettes fiscales, ce qui augmente le déficit. De plus, dans une économie « normale » qui tombe en récession, on pourrait s'attendre à des mesures de relance budgétaire. Or, lorsqu'une économie en croissance affiche déjà un déficit budgétaire de quelque 2000 milliards de dollars par an, il est impossible de s'attendre à pouvoir assumer financièrement des mesures fiscales supplémentaires. Il faut le mentionner en cette période où l'économie américaine fait face aux conséquences des hausses de taxes douanières les plus fortes depuis près d'un siècle.

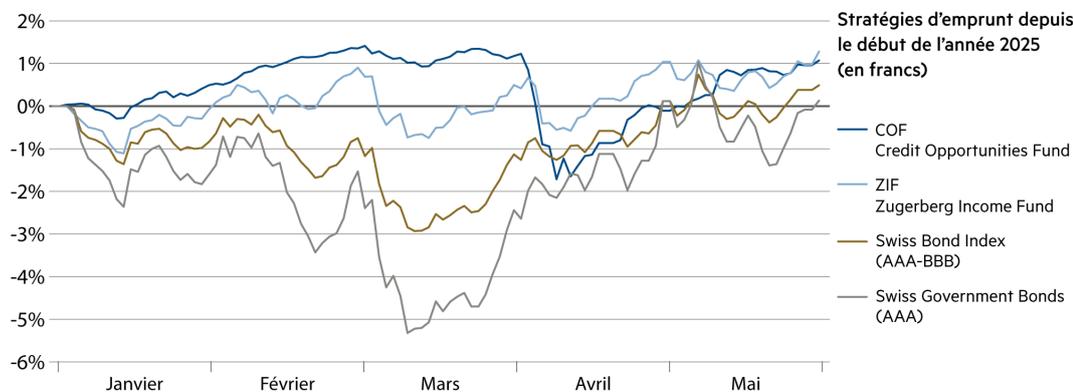
Avec un taux d'intérêt de près de 5 %, le nouvel endettement actuel nécessitera à lui seul le paiement par l'État d'intérêts supplémentaires de 50 milliards de dollars l'année prochaine. À cela s'ajoute le fait que dans les 12 mois, environ 9'000 milliards de dollars de dettes publiques devront être « refinancés » sous forme de nouveaux titres de créance à des taux d'intérêt nettement plus élevés. Or, cela ne semble pas inquiéter du tout les membres du Parlement, ce qui suscite des inquiétudes non seulement chez les investisseurs, qui se sont montrés réticents lors des derniers appels d'offres d'obligations, mais aussi les consommateurs (crédits à la consommation et taux de leasing), les entreprises (conditions de crédit) et les propriétaires immobiliers (taux hypothécaires), qui ressentent également la hausse des taux d'intérêt et s'étonnent des discussions entourant le projet de loi censé générer une forte croissance grâce à des baisses d'impôts. Ce projet prévoit en outre d'augmenter le plafond de la dette américaine de 4000 milliards de dollars supplémentaires, afin d'éviter autant que possible, pendant le mandat de Donald Trump, tout débat sur un « Government Shutdown ».

Avant même le débat sur le budget au Congrès à Washington, qui devrait se poursuivre jusqu'au mois prochain, la dernière des trois grandes agences de notation, Moody's, a dégradé la note de crédit des États-Unis. Avec la note « AA+ », les États-Unis se retrouvent au même niveau qu'Apple, par exemple, et donc en dessous de la note « AAA » attribuée par exemple à la Banque cantonale de Zoug, à Microsoft et à Johnson+Johnson.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→↗	→↗	Les obligations d'État américaines continuent de bénéficier d'un traitement fiscal préférentiel. Aux États-Unis, les revenus d'intérêts ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les obligations d'entreprises américaines ont tendance à être davantage sous pression que les obligations européennes, en raison de coûts de financement nettement plus élevés.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Si la situation de la croissance ne se détériore pas de manière significative, les obligations d'entreprises subordonnées et à haut rendement devraient générer des rendements supérieurs à la moyenne.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

## Le portefeuille obligataire reste solide



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

**Au cours des cinq premiers mois de l'année, nos obligations ont assuré la solidité des portefeuilles dans un environnement difficile. Comme prévu, les stratégies ayant une part importante d'obligations ont enregistré des fluctuations nettement moindres que celles à forte proportion d'actions. L'indice Swiss Bond (+0.5 %) a légèrement progressé depuis le début de l'année. En revanche, le Zugerberg Income Fund (ZIF : + 1.3 %), à orientation conservatrice, et le Credit Opportunities Fund, axé sur les primes (COF : +1.1 %) affichent une hausse plus nette.**

Dans le positionnement des deux solutions obligataires, nous faisons également attention à diversifier les débiteurs et les secteurs. Le ZIF comprend 280 obligations de 200 différents émetteurs, alors que pour le COF, ce sont environ 208 obligations de 182 entreprises différentes. Le ZIF comprend en particulier des obligations conservatrices telles que des lettres de gage, qui sont garanties par des crédits hypothécaires suisses de premier ordre et bénéficient donc d'une notation « AAA ». Néanmoins, les rendements de ces lettres de gage ont baissé en raison de la baisse de l'inflation et des rendements plus faibles des obligations de la Confédération.

Alors que les comptes bancaires doivent pratiquement se contenter d'un taux d'intérêt nul, les obligations permettent encore d'obtenir des rendements positifs dans certains cas. De plus, elles peuvent permettre de réaliser des gains de cours si les taux d'intérêt baissent, par exemple dans le cadre d'un ralentissement conjoncturel, alors que les dépôts bancaires à vue ne présentent aucun potentiel de hausse.

Ces dernières semaines, nous avons ajouté quelques nouvelles obligations au ZIF, notamment Flughafen Zürich (coupon d'environ 1.2 %), Georg Fischer (1.6 %), Dorma Kaba (1.4 %), la Liechtensteinische Landes-

bank (1.7 %), Kühne + Nagel (1.0 %), SIX Group (1.0 %), le groupe Coop (1.3 %), Zurich Insurance (6.3 % en USD) et Google (3.4 % en EUR). Les obligations libellées en dollars ou en euros sont entièrement couvertes contre le risque de change. Cette procédure sélective reflète la perspective de nos clients d'obtenir un rendement global positif en francs suisses avec ce fonds, mais également de son exploitation comme une composante solide du portefeuille global.

De nouvelles obligations ont également été ajoutées au COF. Celles-ci avaient généralement des notations inférieures, et l'objectif consistait plutôt à réaliser un rendement supérieur de 2.0 % à 2.5 % à celui de l'indice obligataire suisse, en tenant compte des fluctuations. Parmi les émetteurs plus connus récemment ajoutés on peut mentionner le groupe de construction Implenia (coupon de 2.5 %), l'entreprise de télécom Sunrise (4.6 % en EUR), Südzucker (6.0 % en EUR), le fournisseur d'énergie EDP Portugal (4.5 % en EUR), le fabricant de médicaments génériques Teva (4.1 % en EUR), le constructeur de jets privés Bombardier (6.8 % en USD) et le gestionnaire d'infrastructures Veolia (4.4 % en EUR).

L'obligation d'Implenia constitue un bon exemple pour le COF. Son échéance est fixée à fin avril 2029, et son rendement à l'échéance est supérieur d'environ 220 points de base à celui de l'obligation de la Confédération comparable. Concrètement, son rendement se situait fin mai à -0.2 %, ce qui veut dire qu'un investisseur doit s'attendre à un rendement négatif au cours des cinq prochaines années. L'obligation d'Implenia se négocie actuellement à environ 101.8 % et sera avec une forte probabilité remboursée à 100.0 %. Il en résulte un rendement supérieur de 2.2 % à celui d'une obligation d'État comparable, ce qui contribue à notre objectif sur le long terme.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2025 (rendement sur toute l'année)	+1.3 %	+1.1 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-6.6 % (-1.0 %)	+35.8 % (+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)	98 BP (-12 BP)	405 BP (-27 BP)
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

## Risques sur le marché immobilier



Immeuble-jardin « Aglaya » dans le quartier Suurstoffi à Risch-Rotkreuz (Photo : Andreas Busslinger)

Dans sa communication sur la surveillance du 22 mai 2025, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) attire notamment l'attention sur le risque de défaillance de crédit et le risque d'évaluation des biens immobiliers. Cette communication s'adresse principalement aux établissements actifs dans le secteur hypothécaire (banques, assurances, caisses de pension et fondations de placement). Un durcissement de la pratique actuelle ne saurait être exclu, comme le laissent entrevoir les premières indications du marché, ce qui aurait pour effet de restreindre encore davantage la demande de logements en propriété.

Les résultats des activités de surveillance de la FINMA ont montré que, pour diverses banques, l'estimation de la capacité financière et la pratique d'évaluation n'étaient pas idéales. Cela entraîne, lorsqu'elles octroient des financements en dehors des critères de capacité financière, des opérations dites EtP (« Exception to Policy »).

Compte tenu de la situation actuelle en matière de risques, la FINMA conseille de fixer des limites d'avance plus basses pour les immeubles de rendement et de fixer des exigences d'amortissement plus élevées. Ce thème est connu depuis plus de deux décennies, caractérisé par la vague de financement immobilier des années 1980, quand les banques finançaient parfois jusqu'à 100 % du prix d'achat. À la fin des années 1980, l'inflation a augmenté en Suisse et la Banque nationale a dû resserrer fortement sa politique monétaire. En conséquence, les taux hypothécaires ont augmenté au début des années 1990 et des corrections de valeur importantes ont eu lieu, essentiellement dans le secteur des immeubles de rendement commerciaux, qui ont cependant pu être à nouveau presque intégralement compensées sans pertes au cours des années suivantes. Depuis lors, les conditions d'octroi des crédits se sont

considérablement durcies.

Par conséquent, en Suisse, le risque de défaillance est très faible pour les crédits immobiliers à usage personnel. Même si une hypothèque à taux fixe sur 10 ou 20 ans peut être conclue à moins de 2 %, une banque doit vérifier la capacité financière sur la base d'un taux d'intérêt calculé à 5 %. Toutefois, le revenu du ménage ne peut pas être ajusté, même s'il est évident sur le plan économique que le scénario d'un revenu brut nominal stable dans un contexte d'inflation élevée (environ 4 % par an), accompagné par une hausse des taux hypothécaires, n'est pas réaliste. Il ne faut pas non plus tenir compte du fait que l'inflation tire vers le haut le prix du marché de l'immobilier, alors que le taux d'endettement a tendance à baisser en raison de la stabilité nominale de la dette hypothécaire. De plus, le revenu brut est flexible et peut être augmenté, en fonction des besoins du ménage, par une augmentation du taux d'activité des couples dont les deux partenaires travaillent.

Pourtant, les banques se voient contraintes de définir des scénarios irréalistes dans leurs directives internes et de réaliser des tests de résistance hypothécaire conformément aux prescriptions de la FINMA, que ceux-ci leur semblent économiquement plausibles ou non. Toutefois, une chose est claire : l'organe de direction (le conseil d'administration d'une banque ou d'une assurance) réglemente la politique en matière de risques et définit chaque année l'intensité de l'appétit pour le risque. Partant, cet organe précise également la tolérance au risque dans le domaine hypothécaire. C'est pourquoi nous saluons le fait que d'anciens membres d'autorités de surveillance (par exemple, Thomas Jordan, qui a été élu au conseil d'administration de Zurich Insurance) puissent expérimenter dans la pratique à quel point les risques sont mesurés et gérés de manière appropriée et adéquate.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	La pratique en matière de risques devrait être davantage fondée sur des principes. Au bout du compte, l'approche fondée sur des règles (« cocher la case ») affaiblit l'orientation spécifique vers les risques.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	Le commerce de détail est mis à rude épreuve par le commerce en ligne, en particulier dans les secteurs de l'alimentation et de la mode. La demande en surfaces diminue.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	Depuis le début de l'année, l'indice suisse des fonds immobiliers (SWIIT) a enregistré un rendement total de +3.3 % : « notre » Mobimo (+13 %) et PSP (+17 %) nettement davantage.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Jusqu'à présent, il s'agit de la meilleure classe d'actifs relative, avec des titres tels que Engie (+34 % de rendement total), Vinci (+29 %), BKW (+18 %), Veolia (+16 %) et Flughafen Zürich (+8 %).

Actions

# L'IA poursuit son ascension



L'intelligence artificielle gagne en importance et envahit un nombre croissant de domaines de la vie privée et professionnelle (Source de l'image : stock.adobe.com)

**L'intelligence artificielle (IA) va continuer à influencer les marchés boursiers. L'IA sera probablement plus importante que le feu ou l'électricité. La superintelligence et la vitesse à laquelle elle sera implémentée dans les différents secteurs détermineront la compétitivité de nombreuses entreprises. Même dans le domaine de la gestion d'actifs, l'intégration de l'IA sera nécessaire pour rendre les prises de décision plus efficaces et efficientes.**

Au sein de Zugerberg Finanz, nous utilisons l'IA de manière prospective afin d'analyser de manière critique les prévisions courantes et les analyses de tendances et d'identifier les risques de manière précoce. Cette année révèle une fois de plus à quel point l'évolution réelle du marché diffère des prévisions publiées il y a six mois seulement. Cela signifie que l'on ne doit pas s'attacher trop longtemps à des données obsolètes, mais plutôt procéder à des modifications et à des adaptations du portefeuille lorsque les faits changent.

La différence entre les marchés américains et les marchés européens et asiatiques a déjà été confirmée il y a plusieurs semaines, lorsque les prévisions de croissance pour les États-Unis ont été revues à la baisse et celles pour l'Europe et l'Asie à la hausse. Afin de minimiser les risques et de maximiser la performance, il est nécessaire d'optimiser rapidement l'allocation des actifs.

Après un mois d'avril difficile, les actions européennes et américaines ont connu une bonne évolution parallèle en mai, même si les indices américains se sont avérés plus volatils. De nombreuses entreprises continuent à être sous pression, tant sur le plan entrepreneurial que sur celui des valorisations.

Nous maintenons notre position sur Apple (-27 % en CHF depuis le

début de l'année). Apple reste sous forte pression, ne serait-ce que parce que le président américain a exigé à plusieurs reprises le transfert de sa production aux États-Unis, ce à quoi le PDG Tim Cook a rétorqué à plusieurs reprises que les États-Unis ne disposaient tout simplement pas des capacités de production nécessaires. Cela fait longtemps que la Chine n'est plus considérée comme un pays à bas salaires. Le principal motif pour lequel de nombreuses entreprises implantent des sites de production dans ce pays consisterait dans l'immense disponibilité de la main-d'œuvre (hautement) qualifiée.

Il est vrai qu'Apple a annoncé qu'elle entendait investir 500 milliards de dollars aux États-Unis au cours des quatre prochaines années, notamment dans une nouvelle usine de fabrication de serveurs à Houston et une académie pour les fournisseurs dans le Michigan. Cependant, Trump exige une délocalisation complète de la production des iPhone. À cet égard, on oublie souvent la question des dimensions. Les plus grandes usines FATP (assemblage final, test et emballage) d'Apple se trouvent en Asie et constituent pour les non-Asiatiques des villes inimaginables comptant plusieurs centaines de milliers d'habitants, des écoles, des salles de sport, des résidences universitaires et des usines. Le plus grand complexe se trouve dans la ville chinoise de Zhengzhou, qui compte 13 millions d'habitants et a même été baptisée « iPhone City ».

Le cimentier Holcim a annoncé les détails de la scission de ses activités nord-américaines sous la raison sociale Amrize. Le lundi 23 juin 2025 sera le premier jour de cotation d'Amrize. Celle-ci sera intégrée au SMI et vise également à être admise à l'indice américain S&P 500. Formellement, chaque action Holcim donnera droit à une distribution spéciale sous forme d'un dividende en nature d'une action Amrize.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	→↑	↑	Après cinq mois, les actions du SMI affichent des écarts importants, de Swiss Life, Geberit (+22 % chacune) et Nestlé (+21 %) jusqu'à Logitech (-9 %) et Sonova (-13 %).
Actions Zone euro / Europe	→↑	↑	Depuis le début de l'année, les plus fortes contributions au portefeuille en francs suisses ont été réalisées par Axa (+27 %), Deutsche Telekom (+18 %) et Siemens (+14 %).
Actions Etats-Unis	→	↑	Les contributions au rendement ont été très variables en mai : Nvidia (+24 % en USD), Microsoft (+17 %), Amazon (+11 %) et Alphabet (+7 %). Berkshire et Apple (toutes deux -5 %) ont reculé.
Actions Pays émergents	→↑	↑	L'essor du marché boursier en Inde, qui a duré plusieurs années (+5 % depuis le début de l'année), s'est poursuivi malgré le déplacement de l'allocation des actions des pays émergents vers la Chine.

Placements alternatifs

## Tests de résistance pour les systèmes bancaires parallèles

Les régulateurs européens souhaitent procéder à des tests de résistance afin d'identifier les risques pour la stabilité financière en raison de la croissance rapide du secteur bancaire parallèle. L'année prochaine, un test de résistance sera organisé pour la première fois pour tous les intermédiaires financiers non bancaires. Il s'agit notamment des caisses de pension, des compagnies d'assurance et des sociétés de Private Equity qui, comme les banques, proposent des opérations financières (par exemple des crédits hypothécaires), mais sont moins réglementées.

La FINMA et la BNS ont certainement fait les mêmes réflexions. Toutefois, les acteurs des systèmes bancaires parallèles bien gérés n'ont pas à se faire de souci. Leurs risques de liquidité sont fondamentalement différents de ceux des banques, ce qui constitue également l'un des principaux motifs pour lesquels ils gagnent des parts de marché. En Europe, environ un quart du total de l'ensemble des crédits est désormais détenu par des établissements non bancaires.

Dans le secteur bancaire, on s'est longtemps concentré sur le risque de défaillance dans les opérations de crédit. Le risque de réputation et, au bout du compte, le risque de liquidité, a été négligé. Lorsqu'un débiteur important faisait défaut, ne payait plus ses intérêts et n'était plus en mesure de rembourser ses dettes, cela devenait public et suscitait des inquiétudes parmi les clients de la banque (comme par exemple lors de la faillite du groupe immobilier Signa de l'Autrichien René Benko).

Au printemps 2023, l'exemple de la Silicon Valley Bank a illustré à quelle vitesse les clients pouvaient retirer leurs dépôts à vue et les transférer vers une autre institution. A l'époque, une rumeur selon laquelle la banque californienne pourrait devenir insolvable s'était répandue sur les réseaux sociaux, ce qui avait incité la clientèle à retirer un quart des dépôts clients en quelques heures, entraînant ainsi du jour au lendemain la véritable insolvabilité de la banque. Ce fut le premier « Bank Run » avec les réseaux sociaux en guise d'accélérateur.

Un banquier est quelqu'un qui prête son parapluie quand il fait beau et qui veut le récupérer immédiatement quand il commence à pleuvoir. Avec cette phrase, Mark Twain avait mis le doigt sur un point douloureux de l'histoire du crédit bancaire. Cela explique pourquoi un nombre croissant d'entreprises décident de s'appuyer sur un système bancaire parallèle résistant et doté d'un capital important. Et grâce à leur contribution positive au développement de l'économie, les représentants de

ce système tels que Partners Group, KKR et Apollo sortent de plus en plus de l'ombre.

Au bout du compte, la réglementation croissante des banques (notamment, le renforcement des exigences en matière de fonds propres et de liquidités) a conduit la plupart d'entre elles à se tourner vers l'activité relativement peu risquée du crédit hypothécaire. Si une entreprise financée par des banques tombe en difficulté, comme ce fut le cas à l'époque pour SAir Group, les sociétés qui lui succèdent n'obtiennent plus de crédits bancaires. Certaines parties de l'entreprise, comme R Technics, Swissport et Gategroup, qui sont devenues indépendantes à l'époque, doivent leur nouvelle existence exclusivement au système bancaire parallèle. La crise de 2008/2009 et celle du printemps 2020 ont également montré que de nombreuses entreprises pouvaient compter sur le soutien de leurs fonds privés.

Une entreprise en train de croître a des besoins de financement qui ne sont généralement pas satisfaits par les banques, dont l'appétit pour le risque est faible. A l'instar des fondations, family offices, particuliers fortunés et autres investisseurs, les caisses de pension investissent de plus en plus dans des instruments du marché privé, notamment pour participer à l'octroi de crédits par des établissements non bancaires dans une économie prospère. Ces derniers s'avèrent souvent être des donneurs de crédits plus fiables, car ils savent que les investisseurs institutionnels qui investissent dans des fonds de crédit privés ne réclameront pas leur argent dès le lendemain, réduisant ainsi le risque de cessation soudaine du financement pour les entreprises.

En revanche, les banques ultra réglementées « optimisent » leurs fonds propres en se concentrant sur des portefeuilles de crédits hautement garantis. Ce faisant, il n'est pas surprenant que, depuis quelques années, l'octroi de crédits privés progresse plus rapidement que celui des banques commerciales. Ils assurent la stabilité des marchés financiers là où les banques échouent. Une partie de ce modèle de réussite réside dans le fait que les gestionnaires de crédit responsables ne gagnent de l'argent et des bonus que si les crédits ont été remboursés et amortis. Ils s'engagent avec leur propre fortune et n'agissent pas avec le même effet de levier, à la différence des cadres bancaires salariés. D'ailleurs, Swiss Life a annoncé il y a quelques jours le lancement d'un fonds de crédit de 1.2 milliard de francs en collaboration avec l'assureur Vaudoise.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	↘	→↗	Le prix (61 \$ le baril de WTI) a été soutenu par une baisse importante du nombre d'installations de forage aux États-Unis, qui laisse présager un ralentissement imminent de la production.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	Une allocation appropriée en or pourrait constituer une réserve de sécurité utile face aux incertitudes liées aux droits de douane et au commerce.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	Nous recommandons une solution avec couverture du risque de change, car le dollar devrait encore baisser de 9 % d'ici mi-2026 et se rapprocher de sa parité de pouvoir d'achat.
Private Equity	↗	↗	Etant donné que la volatilité pourrait persister, ces moyens sont appropriés pour protéger vos 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)			
		31.05.2025	05/2025	2025YTD	2024	2023	2022
<b>Actions</b>							
SMI	CHF	12'227.1	+0.9%	+5.4%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'850.3	+2.3%	+8.9%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	23'997.5	+6.6%	+19.6%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'751.9	+2.0%	+4.3%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	40'087.4	+6.5%	+16.3%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'772.4	+4.1%	+4.5%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'366.6	+3.9%	+8.9%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	42'270.1	+3.9%	-10.0%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	5'911.7	+6.1%	-9.0%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	19'113.8	+9.5%	-10.4%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	37'965.1	+4.4%	-5.6%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	81'451.0	+0.4%	-5.6%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	3'863.5	+5.7%	-5.6%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'157.3	+4.0%	-2.5%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
<b>Obligations (divers)</b>							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.8	-0.9%	-0.3%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.1	-0.1%	+0.6%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	364.5	+1.3%	+1.2%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	275.0	+0.4%	+1.2%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
<b>Emprunts d'Etat</b>							
SBI Dom Gov	CHF	186.9	+0.1%	+0.1%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	137.3	-1.4%	+0.7%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	179.6	0.0%	-0.3%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
<b>Obligations d'entreprise</b>							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.3	+0.6%	+0.7%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	185.1	-0.4%	+0.6%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	614.0	+1.3%	+1.0%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	168.8	+0.4%	+0.5%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	306.5	+1.2%	+1.3%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
<b>Placements alternatifs</b>							
Or Spot CHF/kg	CHF	86'968.3	-0.4%	+13.6%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	100.0	-0.9%	-8.3%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'810.5	+3.5%	+3.5%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
<b>Devises</b>							
Dollar / franc suisse	CHF	0.8224	-0.4%	-9.4%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / franc suisse	CHF	0.9333	-0.3%	-0.7%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5710	-1.1%	-0.9%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1069	+0.5%	-2.5%	+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](http://www.zugerberg-finanz.ch) s'appliquent. Evolution des valeurs d'après un portefeuille modèle. Du fait de la gestion active, la structure effective de chaque dépôt et l'évolution des valeurs qui en découle peuvent s'en écarter et dépendent de la date et du montant de l'investissement. Cela vaut en particulier durant la première année d'investissement, dû à la pénétration échelonnée sur le marché. Seule l'évolution effective des valeurs d'après l'extrait de compte / de dépôt de la banque dépositaire ou de la fondation est véritablement valide. L'évolution des valeurs indiquée s'entend nette, après déduction des frais courants, sans tenir compte des frais d'acquisition.

Toutes les informations concernant l'évolution des valeurs sont de nature indicative, se réfèrent aux valeurs historiques et ne permettent pas d'établir une estimation garantie pour l'avenir. Editeur : Zugerberg Finanz AG, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, [info@zugerberg-finanz.ch](mailto:info@zugerberg-finanz.ch), [www.zugerberg-finanz.ch](http://www.zugerberg-finanz.ch). Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 31/05/2025 ; données économiques au 31/05/2025 ; pronostics économiques au 31/05/2025. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.