



Lieu de baignade Tellenörtli à Oberwil, Zoug (Photo : Andreas Busslinger)

Avec confiance vers le deuxième semestre

Au début du deuxième trimestre, l'économie mondiale était marquée par de fortes incertitudes dues à la guerre intensive des droits de douane menée par les États-Unis. Pourtant, les progrès successifs réalisés sur le plan des accords commerciaux ont stabilisé le baromètre morose de la confiance des entreprises et des ménages. La robustesse de la consommation a permis d'améliorer les données concrètes et les inquiétudes budgétaires liées à la dette publique américaine ont plutôt reculé.

Néanmoins, la dynamique de l'évolution reste volatile. La forte résilience dont a fait preuve de manière inattendue le marché du travail américain a conduit à une attitude attentiste en matière de baisse des taux d'intérêt. Pourtant, la fin de la politique monétaire ultra-restrictive se profile. La banque centrale américaine devrait se décider à quatre ou cinq baisses de ses taux directeurs au cours des 12 prochains mois. En revanche, les perspectives sont plus difficiles pour les titres à taux fixe : les récentes évolutions, tant au niveau des données économiques que de la procédure en cours en vue de l'adoption du compromis budgétaire

des Républicains, ont réduit la marge de manœuvre pour un recul rapide et significatif des rendements obligataires.

Le dollar poursuit sa tendance baissière défavorable, car la pression structurelle devrait se poursuivre avec la baisse des taux d'intérêt. En revanche, les perspectives tactiques pour les actions mondiales semblent avantageuses eu égard à la baisse de la volatilité et du potentiel de hausse des bénéfices des entreprises. À moyen terme, la rotation des flux de capitaux étrangers en provenance des États-Unis devrait se poursuivre, ce qui soutiendra notamment les marchés actions européens. Les risques d'une escalade au Proche-Orient pour les marchés actions mondiaux sont faibles et les quatre principaux vecteurs de risque (prix du pétrole, fret et commerce, primes de risque géopolitiques et tourisme) restent limités. C'est avec un optimisme prudent que nous abordons le second semestre et maintenons notre surpondération des actions et des obligations d'entreprises ainsi que notre sous-pondération des obligations d'État.

Evolution négative au mois de juin

Au mois de juin, les actions américaines ont trouvé une issue conciliante à la crise, même si la faiblesse du dollar a fortement tiré vers le bas de nombreux titres. L'indice large S&P 500 a pu progresser (+1.8 % en CHF), l'indice technologique (+3.3 %) encore un peu plus. Après un mois en dents de scie, les indices européens ont clôturé en baisse d'environ 1 %, mais toujours nettement au-dessus du niveau du début de l'année. En revanche, l'indice suisse (-2.5 %) a été source de déception. Nestlé (-10 %) a connu la pire performance du Swiss Market Index (SMI). L'indice obligataire Swiss Bond Index (-1.1 %) a également enregistré une mauvaise performance, nettement dépassée par nos solutions obligataires.

La faiblesse du dollar (-12 % USD/CHF depuis le début de l'année) a été criante, puisque la devise est tombée sous la barre des 80 centimes, entraînant dans son sillage l'ensemble de l'indice mondial des actions (BBG World -4.9 % en CHF). Quant aux stratégies financières Zugerberg, elles ont enregistré un rendement mensuel légèrement négatif (-0.4 % à -0.9 %) en juin. Seule la solution de dividendes a subi un recul plus significatif après avoir très bien évolué jusqu'à présent. En revanche, les solutions Revo-Decarb ont réalisé des rendements positifs, le rendement mensuel augmentant avec la pondération des actions.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Juin 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	-0.6% ↓	+0.8% ↑
Zugerberg Finanz R2	-0.5% ↓	+1.2% ↑
Zugerberg Finanz R3	-0.4% ↓	+1.4% ↑
Zugerberg Finanz R4	-0.6% ↓	+1.4% ↑
Zugerberg Finanz R5	-0.8% ↓	+1.6% ↑
Zugerberg Finanz RDividendes	-1.6% ↓	+9.5% ↑
Zugerberg Finanz Revo1	-0.7% ↓	+0.8% ↑
Zugerberg Finanz Revo2	-0.7% ↓	+1.1% ↑
Zugerberg Finanz Revo3	-0.5% ↓	+1.4% ↑
Zugerberg Finanz Revo4	-0.7% ↓	+1.7% ↑
Zugerberg Finanz Revo5	-0.9% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-1.7% ↓	+8.8% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.5% ↑	+3.5% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+2.0% ↑	+4.3% ↑
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+2.4% ↑	+5.2% ↑

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Juin 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.4% ↓	0.0%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-0.5% ↓	+0.7% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-0.5% ↓	+1.1% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-0.3% ↓	+1.8% ↑
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-0.3% ↓	+2.2% ↑

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Juin 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.7% ↓	+0.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.7% ↓	+1.1% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-0.5% ↓	+1.4% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-0.7% ↓	+1.7% ↑
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-0.9% ↓	+2.0% ↑
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-1.7% ↓	+8.8% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.5% ↑	+3.5% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+2.0% ↑	+4.3% ↑
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+2.4% ↑	+5.2% ↑

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

Macroéconomie

Une occasion en or pour l'Europe



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

Les conditions cadres actuelles constituent un terrain fertile pour une reprise de la croissance européenne. Jusqu'à présent, ni les litiges douaniers avec les États-Unis, ni les tensions au Proche-Orient n'ont été en mesure de mettre un frein à l'amélioration du climat des affaires en Europe. Le programme d'expansion budgétaire européen constitue une opportunité historique de transition industrielle, qui va bien au-delà des secteurs de la défense et des infrastructures. Les prévisions de croissance à moyen terme pour l'Europe ont été revues à la hausse au cours du premier semestre.

En combinaison avec des stratégies industrielles solides et bien exécutées, cette relance du secteur de la défense pourrait contribuer à redynamiser plusieurs secteurs clés en Europe et à renforcer la compétitivité mondiale des entreprises européennes. Le moral de l'industrie de la zone euro a poursuivi son embellie. Selon l'indice PMI de S&P Global, le moral dans l'industrie a atteint son plus haut niveau depuis août 2022.

Le moral des consommateurs allemands s'est également amélioré en juin. Comme l'a récemment annoncé la Chambre de commerce allemande à Berlin, son baromètre de la consommation a grimpé à 97.4 points (mai : 96.1), marquant ainsi déjà la cinquième hausse consécutive et le plus haut niveau de l'indice depuis août 2024. Sur la base des données disponibles, cette embellie du moral a eu lieu à tous les niveaux : les consommateurs sont moins préoccupés par l'inflation, leur appétit de consommation s'est renforcé et leurs prévisions économiques se sont améliorées. L'association a toutefois indiqué que, pour qu'une reprise sensible puisse avoir lieu, « une amélioration supplémentaire et continue du moral des consommateurs » était nécessaire.

En revanche, la situation s'annonce plus morose pour les États-Unis. Les prévisions de croissance ont été nettement revues à la baisse ces derniers mois. Les économistes de la Réserve fédérale américaine (Fed) ne tablent plus que sur une croissance moyenne du produit intérieur brut (PIB) réel de 1.6 % par an jusqu'à fin 2027. Le frein à la migration à lui seul affaiblit la croissance. Par le passé, la contribution apportée à la croissance annuelle du PIB par la migration était estimée à 30 % : une stimulation qui fait désormais défaut et qui entraîne également une baisse sensible de la productivité dans les secteurs de l'agriculture et de la santé.

Le niveau élevé des taux d'intérêt aux États-Unis a en outre des effets négatifs : les coûts élevés des crédits immobiliers ralentissent la construction de nouveaux logements, et les coûts de financement élevés réduisent également la demande de leasing automobile et de biens industriels. Plusieurs incertitudes caractérisent également la situation économique globale : il s'agit d'incertitudes en matière de politique commerciale, d'évolution de l'inflation et de marché du travail.

Aux États-Unis, le faible taux d'emploi de la population en âge de travailler, qui est de 62 %, est digne d'être souligné. En Allemagne, ce taux est de 77 %, et il est clair que le taux de personnes actives doit être augmenté si l'on souhaite maintenir la prospérité. Aux Pays-Bas ou en Suisse, le nombre de personnes en âge de travailler et qui ont un emploi régulier est bien plus élevé qu'en Allemagne. Aux États-Unis, en revanche, environ 100 millions de personnes en âge de travailler n'ont pas d'emploi.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	L'indice suisse des prix à la consommation (-0.1 %) est à son plus bas niveau depuis avril 2021. Aucune augmentation significative n'est prévue pour les années à venir.
Zone euro, Europe	↗	↗	L'Europe pourra également se faire une raison de droits de douane généraux de 10 % pour les États-Unis. De nombreux produits sont tellement exclusifs que les prix américains devraient augmenter.
Etats-Unis	→↗	→↗	Les attentes sont de plus en plus importantes quant à une baisse prochaine des taux directeurs de la Fed. Cela donne un coup de pouce à l'économie en difficulté et redonne espoir.
Reste du monde	↗	↗	Les États-Unis représentent environ 20 % du PIB mondial. Le reste du monde est quatre fois plus grand et croît environ deux fois plus vite. Cela stabilise l'économie mondiale.

Liquidités, devises

Les obligations d'État sont sources d'inquiétude



Cours du dollar par rapport au franc suisse au cours des trois dernières années (Graphique : Zugerberg Finanz)

La vague de baisses des taux d'intérêt qui a suivi le ralentissement de l'inflation depuis 2023 touche progressivement à sa fin. En Europe, l'inflation est sous contrôle. Dans de nombreux pays d'Asie, elle n'est également plus préoccupante. Le pays le plus incertain est actuellement les États-Unis, où l'on prévoit même une hausse de l'inflation due à la politique douanière et fiscale du président américain Donald Trump. Le dollar s'est donc affaibli à 0.79 franc suisse.

Le marché des obligations d'État américaines est dans une certaine mesure le centre de tous les marchés financiers. Même Donald Trump a dû mettre fin à sa guerre des droits de douane agressive lorsque le marché des obligations d'État a commencé à trembler. Dans le cadre du conflit commercial avec les États-Unis, certains craignaient des mesures de rétorsion de la part de pays comme la Chine, comme la vente rapide de leurs avoirs en obligations d'État américaines. Une telle situation aurait engendré des perturbations massives, qui sont loin d'être populaires sur ce marché central. C'est ce qu'a bien compris le ministre américain des Finances, Scott Bessent, conscient de ses responsabilités, qui a finalement annoncé une pause de 90 jours, et ainsi ramené à la normale le marché des obligations d'État. Mais ce marché n'est pas aussi liquide qu'on le croit toujours.

Le rendement des obligations d'État américaines à dix ans, qui est un indicateur, s'élevait fin juin à 4.2 %, et reflète les craintes des investisseurs sur le plan de l'inflation. Les obligations d'État allemandes comparables rapportent 2.6 % et celles de la Confédération 0.4 %. Au premier regard, le rendement plus élevé en dollars peut sembler attrayant, mais il faut s'attendre à un nouveau ralentissement monétaire. Couvrir le dollar coûte actuellement 4.4 % par an, des frais qui ne peuvent être

déduits des revenus d'intérêts soumis à l'impôt sur le revenu.

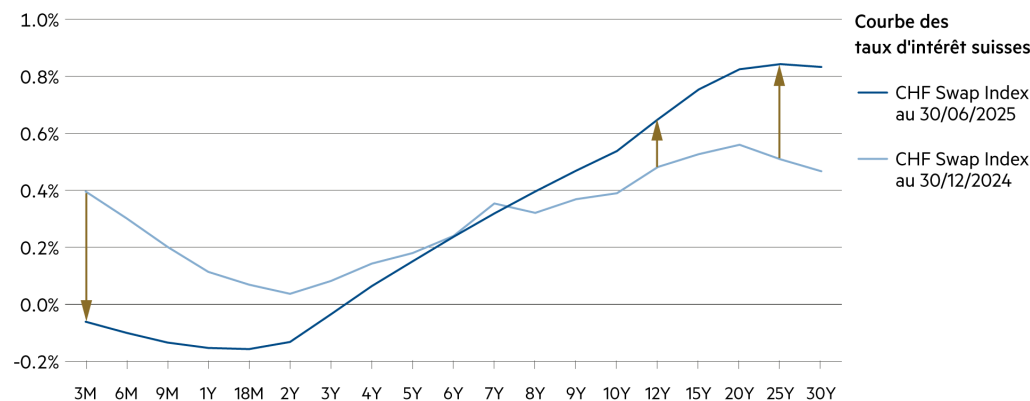
En ce moment, les États qui exercent une maîtrise relativement bonne sur leur budget sont appréciés sur les marchés des capitaux. Après d'importantes réformes en Italie et en Grèce, leurs obligations ne rapportent plus que 3.4 % et 3.3 % respectivement début juillet, soit une prime relativement faible, d'un niveau bas pratiquement inédit par rapport aux obligations allemandes. Aux États-Unis, où la situation des finances publiques devrait continuer à se détériorer en raison de la nouvelle loi « Big, Beautiful Bill », la demande d'obligations à long terme perd du terrain malgré des rendements attractifs (4.8 % pour les obligations à 20 et 30 ans). À lui seul, le gouvernement fédéral de Washington a déjà accumulé 36'000 milliards de dollars de dettes et devra émettre 9'000 milliards de nouvelles obligations souveraines au cours des 12 prochains mois.

Parmi les incohérences que l'on constate dans l'économie américaine, on trouve la politique fiscale ultra-expansionniste (qui augmente la dette colossale de près de 7 % du PIB par an) et la politique monétaire ultra-restrictive. Aux États-Unis, il existe pourtant une marge considérable pour abaisser les taux d'intérêt, d'autant plus que l'inflation des biens se situe autour de 0.0 % depuis des mois et que celle des services est en baisse. Des taux d'intérêt élevés ont des conséquences contre-productives pour l'économie. Le conflit entre Donald Trump et le président de la Fed, Jerome Powell, est en train de s'intensifier : si la Fed, qui fait l'objet de fortes pressions de la part du président, devait se laisser convaincre de baisser rapidement ses taux directeurs, les rendements à court terme devraient baisser, tout comme le dollar. La parité du pouvoir d'achat est d'environ 0.75. C'est également dans cette direction que devrait évoluer le taux de change.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	À l'extrémité courte, les banques se prêtent mutuellement de l'argent à des taux de -0.07 % (3 mois), -0.16 % (12 mois) et -0.04 % (3 ans). Nous restons en période de taux 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 (+14.6 % CHF/USD) 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 1.18 (+13.8 % depuis le début de l'année). Ce sont des fluctuations exceptionnellement fortes sur le marché des devises.

Obligations

Pentification de la courbe des taux



Courbe des taux d'intérêt au 30 juin 2025 par rapport au 31 décembre 2024 (Source: Bloomberg | Graphique: Zugerberg Finanz)

Depuis le début de l'année, la courbe des taux d'intérêt suisses est devenue plus raide. Sur l'extrémité courte, le rendement a reculé de 45 points de base, passant de 0.4 % à -0.05 %. Cela s'explique pour l'essentiel par les deux baisses des taux directeurs opérées par la BNS en mars et en juin. À l'opposé, les rendements ont augmenté sur l'extrémité longue, avec une hausse d'environ 15 points de base sur 12 ans (de 0.50 % à 0.65 %). Cela signifie que les obligations à plus longue échéance ont subi des pertes de cours parfois importantes au cours des six derniers mois.

Une pentification de la courbe des taux constitue un signe sain d'un marché des capitaux « normalisé ». Les placements à court terme doivent produire un rendement moindre que ceux qui sont mis à la disposition de l'économie sur le long terme.

Du point de vue du marché hypothécaire suisse, le premier semestre a été marqué, parallèlement à l'évolution de la courbe des taux, par une nouveauté : les crédits hypothécaires à court terme basés sur le SARON sont devenus moins chers, tandis que les hypothèques à taux fixe à plus long terme sont devenues plus chères. Cela vient confirmer une divergence structurelle saine et durable entre les anticipations de taux d'intérêt à court et à long terme. Cependant, depuis le début de l'année, la pénurie de dépôts bancaires, le refinancement plus onéreux via des obligations hypothécaires et le renforcement des exigences en matière de fonds propres ont entraîné une hausse générale des prix sur le marché suisse du crédit hypothécaire.

La particularité du marché des taux d'intérêt en francs suisses réside dans le fait que les rendements à court terme sont déjà redevenus négatifs et s'y sont maintenus. La courbe des taux d'intérêt est négative

pour les prêts à 3 mois et à 3 ans. Au début de l'année encore, l'ensemble de la courbe se situait au-dessus de zéro.

D'une manière très générale, les marchés obligataires ont enregistré une pentification au premier semestre 2025, qui a été observée aussi bien sur la courbe des swaps en euros que sur celle des bons du Trésor américain. D'une certaine façon, la hausse des taux à long terme indique également une aversion croissante pour le risque de détenir des obligations à long terme.

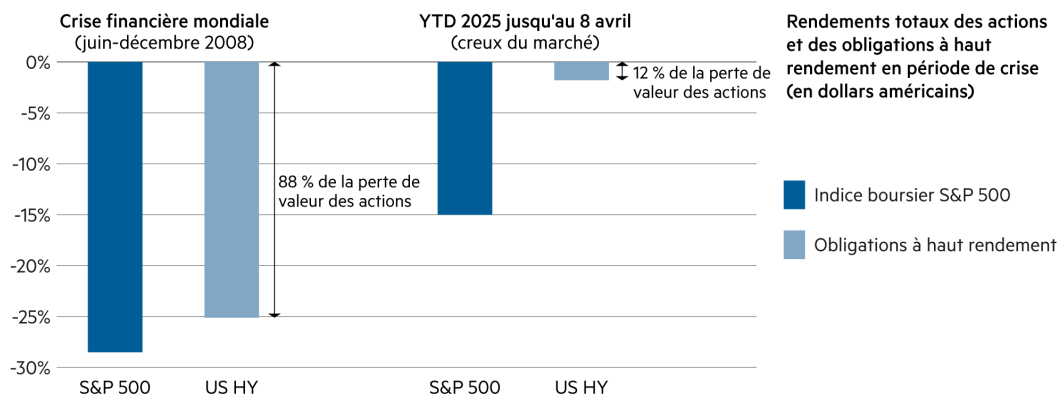
Vers la fin du mois de juin, la situation au Proche-Orient a connu une nouvelle accalmie et les négociations commerciales ont progressé dans d'autres régions. La propension au risque s'est renforcée, certains indices boursiers ont atteint de nouveaux sommets inédits, les spreads de crédit se sont resserrés et les primes de risque de crédit (appelées « spreads CDS ») ont flirté avec la limite inférieure de leurs fourchettes habituelles. Cela a également contribué à une reprise sensible du volume des émissions, notamment dans les segments à bêta élevé tels que les obligations à haut rendement et les obligations hybrides (euro) d'entreprises.

Au premier semestre, les banques européennes ont figuré parmi les secteurs les plus performants, et les obligations AT1 ont connu une évolution réjouissante. En revanche, le secteur immobilier reste à la traîne, en particulier en Europe. Nous maintenons notre estimation positive pour les obligations bancaires et restons prudents s'agissant du secteur immobilier européen. L'environnement plus favorable au risque soutient la reprise durable des obligations liées à l'automobile et à l'énergie.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→↗	→↗	Les marchés des obligations d'État vont continuer à croître en raison de la politique budgétaire expansionniste. Cela pourrait renforcer la volatilité de ces titres « sans risque ».
Obligations d'entreprises	↗	↗	La concurrence plus forte entre les banques, les établissements non bancaires et les marchés des capitaux génère une offre obligataire particulière qui nécessite une sélection rigoureuse.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Les perspectives restent positives pour les obligations d'entreprises subordonnées et à haut rendement. La résilience a connu une nette amélioration.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Les obligations offrent beaucoup plus de stabilité qu'avant



Actions et obligations à haut rendement en période de crise en dollars (Source : Bloomberg Finance L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Lors de la crise financière mondiale du second semestre 2008, les obligations à haut rendement avaient eu une réaction très similaire à celle des actions sur le plan des pertes comptables. On appelle cela une « forte corrélation ». Depuis, la situation s’est nettement améliorée. Les responsables financiers sont devenus davantage conscients des crises et ont rendu leurs bilans plus résistants. C’est pourquoi, lors de la dernière phase de la guerre sur les droits de douane et jusqu’au creux du 8 avril 2025, les obligations à haut rendement n’ont pas réagi aussi fortement que lors des crises de 2008 ou de 2020 (pandémie de Covid-19).

Entre le début de l’année et le 8 avril, le Credit Opportunities Fund (COF), axé sur les primes de risque de crédit et qui peut être classé parmi les obligations à haut rendement, a affiché une baisse légèrement inférieure (-1.0 %) à celle des obligations américaines à haut rendement (-1.8 %). Il s’est en outre rapidement redressé. À la mi-année, la performance depuis le début de l’année se situe à +1.9 %. Extrapolé sur un an, cela correspond à un rendement annualisé de +3.8 %.

Un tiers environ du volume du COF, qui s’élève à près de 500 millions de francs, est investi dans des obligations High Grade, ce qui le rend légèrement plus défensif par rapport à son groupe de référence. En jargon de mathématique financière, on peut également dire que le COF présente une volatilité nettement inférieure à celle de son groupe de référence. Beaucoup en déduisent que le rendement devrait également être nettement plus faible. Mais cela ne doit pas nécessairement être le cas, comme le prouve le COF.

La stabilité du COF dans le cadre de la crise actuelle en comparaison avec les crises précédentes est certainement caractéristique d’un positionnement légèrement plus défensif. Toutefois, de nettes améliorations

ont également été réalisées dans le paysage entrepreneurial, tant sur le plan de l’instauration d’une résistance à la crise que sur celui de la formation continue générale dans les domaines de la gestion financière, de la trésorerie et du contrôle de gestion. En Europe, les bilans des entreprises du segment à haut rendement n’ont jamais été aussi sains qu’aujourd’hui. La résilience des entreprises européennes n’a jamais été aussi forte.

C’est pourquoi notre objectif reste de dépasser nettement sur une longue durée la performance du Swiss Bond Index, qui se compose principalement d’obligations d’État, d’obligations hypothécaires et de titres « sûrs » similaires. Depuis son lancement il y a plus de 13 ans, le COF a généré un rendement annuel net de 2.5 % en francs suisses, après déduction de tous les frais et commissions. Sur un montant de 100 francs, la coquette somme de 136.85 francs a été générée grâce à l’effet des intérêts composés.

Si vous aviez investi dans le Swiss Bond Index, vous n’auriez obtenu que 110.24 francs (soit à peine 0.8 % par an). Et sur cette somme, vous auriez encore dû déduire les frais liés à la solution ETF correspondante (environ 0.2 % par an).

Avec le Zugerberg Income Fund (ZIF ; +1.3 % depuis le début de l’année ; +2.6 % de rendement total annualisé), nous sommes clairement dans les chiffres positifs après le premier semestre 2025. L’orientation fondamentale du ZIF est plus défensive que celle du COF, ce qui se reflète également dans le rendement et les prévisions de rendement. Sur le marché des capitaux, il est devenu extrêmement difficile d’obtenir un rendement global positif avec des obligations faisant partie des meilleures classes de solvabilité.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2025 (rendement sur toute l’année)	+1.3 %	+1.9 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-6.6 % (-1.0 %)	+36.9 % (+2.5 %)
Quantité de mois de performance positive :	56 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	92 PB (-6 PB)	397 PB (-8 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

Asymétrie des risques pour les actions d'infrastructures



Engie soutient Airbus dans sa Roadmap pour la décarbonisation d'ici 2030 sur l'ensemble de ses 22 sites européens (Source de l'image : <https://en.newsroom.engie.com>)

L'asymétrie des risques signifie que la probabilité d'une évolution des rendements à moyen terme est plus élevée dans un sens que dans le sens inverse. Ainsi, nous estimons que les perspectives de rendement durable des actions européennes du secteur des infrastructures sont actuellement supérieures au risque de baisse persistante. Nous fondons cette estimation sur les conditions cadres qui devraient être favorables aux leaders du secteur au cours des prochaines années.

Les infrastructures sont et demeurent la pierre angulaire d'une société et fournissent des services importants et précieux à la stabilité et à la croissance de l'économie. La nouvelle orientation vers un renforcement de la production et de la distribution d'électricité à partir de sources d'énergie renouvelables suscite une vague d'investissements dans les réseaux électriques et les solutions énergétiques.

Même si nous ne tablons pas sur une deuxième vague d'inflation, la couverture naturelle des revenus dans un environnement inflationniste constitue un argument important en faveur de ce type d'achats : en raison des conditions-cadres réglementaires, des contrats à long terme et/ou du pouvoir de fixation des prix de type monopolistique, les actions du secteur des infrastructures servent de couverture contre l'inflation.

À cela s'ajoute l'avantage que ces actions constituent un élément plutôt défensif dans un portefeuille global diversifié : des chevauchements limités, une volatilité inférieure que celle des actions de croissance, un contrôle avantageux du risque de baisse et des rendements ajustés au risque potentiellement robustes en comparaison avec les actions mondiales constituent les principaux arguments en ce sens.

Cependant, il n'est possible d'obtenir des rendements potentiellement

plus élevés qu'avec un panier d'actions largement diversifié : des dividendes fiables et des rendements systématiquement plus élevés que ceux des actions mondiales, ainsi que l'aspect défensif caractéristique des obligations en cas de replis généralisés sur les marchés des actions, constituent des qualités importantes des actions d'infrastructures.

Prenons par exemple le cas du fournisseur d'infrastructures énergétiques Engie. Son ratio cours/bénéfice (P/E) pour l'année d'après (2027 : 9x) est inférieur d'environ 30 % à la moyenne du secteur. De plus, cette action d'infrastructure offre un rendement sur dividende durable de 7 % environ. Pour les années à venir, nous nous attendons à une amélioration significative des bénéfices de ce groupe énergétique mondial et à une réduction du risque pour l'entreprise pour deux motifs. Premièrement, les réallocations d'actifs et les réductions de coûts auront pour conséquence que les activités de l'entreprise seront davantage dépendantes des activités réglementées (environ 65 % d'ici l'exercice 2027) et resteront liées à un modèle de revenus solide. Depuis 2016, Engie est davantage focalisée sur les réseaux et les services, tout en réduisant son engagement sur le marché libre.

Deuxièmement, le groupe crée une plateforme plus solide pour poursuivre la croissance de ses activités. Nous sommes d'avis que la nouvelle orientation vers les énergies renouvelables, les réseaux électriques et les solutions énergétiques permettra de concentrer le portefeuille sur des domaines dans lesquels la transition énergétique vers les zéro émissions nettes (grâce à l'énergie solaire, éolienne, géothermique, biomasse, hydraulique, etc.) offrira d'importantes opportunités d'investissement et de croissance, ainsi qu'une augmentation de la valeur.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	Les crédits hypothécaires à risques limités, par exemple dans la propriété du logement avec un faible taux d'endettement, deviennent plus attractifs pour les banques. L'inverse est également vrai.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	En 2025, le marché immobilier suisse des bureaux et des locaux commerciaux présentera une image contrastée ; les biens de premier ordre resteront convoités.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	Depuis le début de l'année, l'indice suisse des fonds immobiliers (SWIIT) a enregistré un rendement total de +3.2 % : « notre » Mobimo (+15 %) et PSP (+16 %) nettement davantage.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Pendant les six premiers mois, les actions ont constitué la meilleure classe d'actifs relative, avec des titres tels que Engie (+40 % de rendement total), Vinci (+29 %), Enel (+21 %), BKW et Veolia (+18 % chacun).

Actions

Un optimisme modéré sur les marchés des actions



Indices boursiers américains	USD	CHF	Ratio cours/bénéfice (prévision)
Nasdaq	+5.5%	-7.9%	30
S&P 500	+5.5%	-7.9%	23



Indices boursiers européens	EUR	CHF	Ratio cours/bénéfice (prévision)
Euro Stoxx 50	+8.3%	+7.7%	15
DAX	+20.1%	+19.4%	16
Swiss Market Index		+2.8%	16

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

Dans le domaine de l'intelligence artificielle générative, le retard pris par Apple rend les investisseurs de plus en plus nerveux (-29 % en CHF depuis le début de l'année). Ses concurrents, tels que Microsoft et Nvidia (+4 % en CHF), ont nettement plus de succès. Cependant, les regards se tournent davantage vers le marché européen depuis que les gouvernements des Etats européens se sont engagés à consacrer un montant de 800 milliards supplémentaires à la défense entre 2026 et 2029. Cela ouvre d'importantes opportunités aux entreprises des secteurs des logiciels, de l'aéronautique, de l'automobile, de l'électronique, des télécommunications et de la logistique.

À la fin du mois de juin, l'indice boursier américain S&P 500 a atteint un nouveau record sur le plan de la capitalisation boursière. Celle-ci s'élevait à 55'600 milliards de dollars (au 30 juin). Ce faisant, l'indice a battu de 1.0 % le précédent record du 19 février 2025. Toutefois, pour tous ceux qui n'ont pas le dollar comme monnaie de référence, une différence considérable sépare ces deux dates : calculé en francs suisses, le S&P 500 affiche fin juin une baisse de 11.4 % (sans dividendes) et de 10.9 % (avec dividendes), soit un niveau nettement inférieur à celui de la mi-février. Actuellement, le taux de change modifie considérablement le tableau des cotations en dollars américains.

L'indice S&P 500 demeure cependant la référence pour toutes les entreprises. Amrize, la division américaine de Holcim, qui est cotée séparément du « reste de Holcim » depuis le 23 juin, aspire également à être incluse dans cet indice. Le Zougois Jan Jenisch dirige en tant que PDG cette entreprise de croissance qui a doublé son chiffre d'affaires au cours de ces cinq dernières années et est devenue l'un des succès les plus importants en matière d'Equity dans le secteur américain de la construction. En ce moment, Amrize est le numéro un dans le domaine du ciment, le numéro deux dans le secteur commercial des toitures et le

numéro cinq dans le domaine des systèmes de toitures pour bâtiments résidentiels. Au vu du parc immobilier vieillissant, le secteur de la rénovation est en plein essor, tout comme celui de la construction de centres de données, stimulé par la vague de l'intelligence artificielle.

L'action Nestlé a connu un mois de juin difficile (-10 %), ce qui explique également la performance relativement faible du SMI (-2.5 %). Le SMI s'est largement avéré le marché boursier le plus faible en juin. Les indices asiatiques et nord-américains, en particulier, ont connu une évolution réjouissante. Même en tenant compte de la faiblesse du dollar, le S&P 500 (+1.8 % en francs suisses) et l'indice technologique du Nasdaq (+3.3 %) ont progressé.

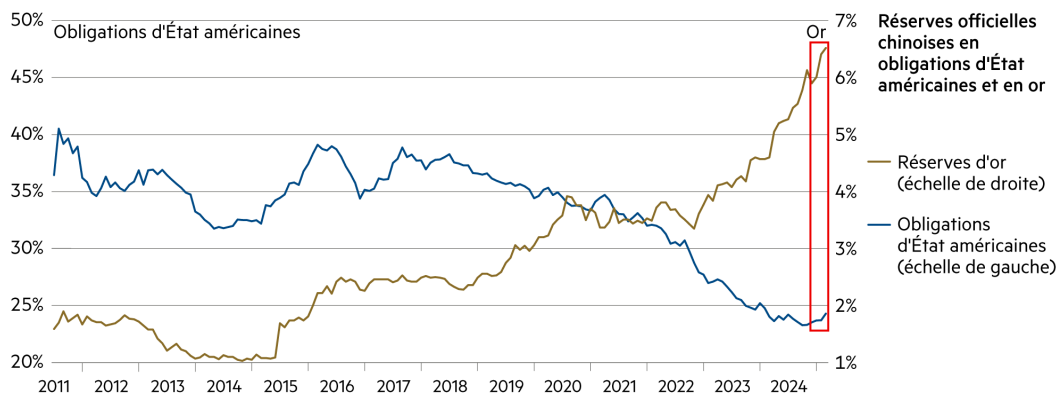
Pour le second semestre, il est difficile d'estimer les flux monétaires. Généralement, les premières semaines se caractérisent par des opérations de rééquilibrage au sein des portefeuilles, ce qui signifie que les marchés et les actions qui ont fortement progressé ont plutôt tendance à être rétrogradés, alors que les marchés et les actions en retard font l'objet de rachats. Dans cette perspective, il serait fort peu surprenant que le marché boursier allemand, par exemple, avec son indice de référence DAX, connaisse un ralentissement après le rendement global robuste enregistré au premier semestre (+20.1 %).

Au contraire, de nombreux investisseurs américains sont peu engagés à l'international. Un nombre croissant d'analystes leur recommandent de s'engager en Europe. L'impact y relatif pourrait être très important. Certains estiment que le potentiel de l'industrie européenne de l'armement est élevé, ce qui contribuerait d'une manière générale à l'amélioration des capacités de production industrielle. Une chose est sûre : la politique de paix et le maintien de la paix sous un président russe comme Vladimir Poutine ont une tout autre portée qu'à l'époque de Gorbatchev.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	→↗	↗	Au sein du SMI, Holcim (+34 %) a été l'action numéro 1 au premier semestre. Novartis (+12 %) a fait encore mieux que Nestlé (+9 %), qui a fortement reculé en juin sans informations particulières.
Actions Zone euro / Europe	→↗	↗	Au premier semestre 2025, les contributions les plus importantes au portefeuille en francs suisses ont été réalisées par Axa (+28 %), Allianz (+21 %) et Siemens (+20 %).
Actions Etats-Unis	→	↗	Les contributions au rendement au 1er semestre ont été positives pour Microsoft et Nvidia (+4 % en CHF) ; négatives pour Mastercard (-8 %), Amazon (-11 %), Berkshire (-12 %) et Apple (-29 %).
Actions Pays émergents	→↗	↗	Pour les pays émergents, le premier semestre a été très contrasté. Certains marchés ont fortement souffert des litiges sur les droits de douane avec les États-Unis.

Placements alternatifs

La Chine a vendu des obligations d'État américaines à grande échelle



Réserves officielles chinoises en obligations d'État américaines et en or (Source : London Stock Exchange, Incrementum AG | Graphique : Zugerberg Finanz)

Certains ont été surpris par la hausse du cours de l'or. Et pourtant, les choses sont désormais très claires : au cours des dix dernières années, la banque centrale chinoise a quadruplé à elle seule ses réserves d'or, ce qui a généré une demande massive. Dans le même temps, en tant que principal créancier étranger, elle a vendu des obligations d'État américaines. Il y a sept ans, celles-ci représentaient encore près de 37 % des réserves monétaires. Aujourd'hui, elles ne représentent plus que 22 %.

Selon certains analystes, la hausse constante des cours de l'or de ces dernières années reflète avant tout la peur des investisseurs. Toutefois, le prix de l'or a atteint de nouvelles valeurs records suite aux achats énormes effectués par la banque centrale chinoise. Le paroxysme a été atteint le 13 juin 2025, avec 3'432 dollars l'once. À la fin du mois, le prix avait perdu près de 200 dollars pour terminer à 3'269 dollars (avec tout de même +24.8 % depuis le début de l'année), affichant ainsi en juin le premier rendement mensuel négatif de l'année en cours.

En francs suisses, la hausse du prix de l'or a été moins spectaculaire (+10.3 % depuis le début de l'année), un niveau qui stagne déjà depuis mi-février 2025. Toutefois, il reste environ 50 % plus élevé que le prix moyen de l'or entre 2020 et 2023.

La banque centrale chinoise dispose d'importantes réserves de devises grâce à l'excédent de sa balance commerciale et courante vis-à-vis des États-Unis. Pourtant, des dollars ont manifestement été échangés contre de l'or en quantités considérables. Les progrès réalisés sur le plan de l'accord commercial avec les États-Unis ont également entraîné une baisse du prix de l'or.

Il y a lieu de s'attendre à ce que la Chine soit poussée à détenir à

nouveau davantage d'obligations d'État américaines, ce qui aurait un impact sur le prix de l'or. À l'inverse, les diverses tensions géopolitiques devraient soutenir la demande de « valeurs refuges » afin de préserver le patrimoine. À cela s'ajoute que, d'une manière générale, les pays asiatiques qui ont généralement des excédents élevés de leur balance courante ont considérablement augmenté leurs réserves « de devises » internationales. Ainsi, l'achat d'or, en plus du dollar, représentait une diversification. Sur le plan culturel, ces pays sont plus proches de l'or que de l'euro, par exemple.

L'or est devenu la deuxième monnaie de réserve de toutes les banques centrales, après le dollar et avant l'euro. Ensemble, elles détenaient 36'197 tonnes d'or fin 2024. Et selon l'estimation du World Gold Council, un nombre inhabituellement élevé d'entre elles souhaiteraient renforcer leur position afin de mieux se protéger contre une chute du dollar.

Il est également intéressant de relever que les ménages américains qui avaient par le passé acheté des lingots et des pièces d'or pour les conserver chez eux ou dans des coffres-forts se sont débarrassés de leurs métaux précieux au cours du premier semestre 2025. Tout comme les traders américains, ils se sentent plus à l'aise avec les droits de douane imposés par Donald Trump, la dette publique en hausse et les tensions géopolitiques. C'est la raison pour laquelle, après la hausse époustouflante du prix de l'or ces deux dernières années, ils sont prêts à mettre leurs gains à l'abri. De toute façon, de nombreux petits investisseurs ont tendance à voter républicain. De leur point de vue, il existe ainsi moins de raisons d'acheter ou de conserver de l'or comme « monnaie refuge ».

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	↘	→↗	La hausse temporaire du prix du pétrole a sonné la fin de l'alerte jusqu'à la fin du mois (66 dollars le baril de WTI). Corrigé de l'inflation, le prix du pétrole est éloigné de ses cours records.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	On peut considérer le bitcoin comme un « substitut numérique à l'or ». Pourtant, la confiance que lui accordent les banques centrales n'est pas comparable à celle dont bénéficie l'or.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	En raison de la faiblesse du dollar, nous continuons de recommander une solution avec couverture du risque de change. Le volume des ILS devrait augmenter considérablement en 2026/27.
Private Equity	↗	↗	Étant donné que de nombreuses introductions en bourse (IPO) et transactions ne semblent se profiler que pour 2026/27, les gestionnaires du marché privé ont subi des baisses de cours au premier semestre 2025.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		30.06.2025	06/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Actions							
SMI	CHF	11'921.5	-2.5%	+2.8%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'534.7	-1.9%	+6.9%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	23'909.6	-0.3%	+19.3%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'665.9	-1.0%	+3.3%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	39'792.2	-0.6%	+15.6%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	8'761.0	-1.7%	+2.7%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'303.2	-1.1%	+7.7%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	44'094.8	+0.8%	-9.3%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'205.0	+1.4%	-7.7%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	20'369.7	+2.9%	-7.7%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	40'487.4	+2.8%	-3.0%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	83'606.5	-1.0%	-6.5%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'026.4	+0.7%	-5.0%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'222.8	+2.1%	-0.5%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.4	+0.4%	+0.1%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.0	+1.0%	+1.6%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	369.4	+1.4%	+2.5%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	278.8	+1.4%	+2.6%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	182.8	-2.2%	-2.2%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	138.5	+0.9%	+1.6%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	178.9	-0.4%	-0.7%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	191.5	-0.4%	+0.3%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.8	+1.5%	+2.0%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	622.8	+1.4%	+2.5%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	168.9	+0.1%	+0.6%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	307.3	+0.2%	+1.5%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	84'223.9	-5.2%	+10.0%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	102.0	-1.4%	-9.6%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'808.1	-0.1%	+3.4%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.7931	-3.6%	-12.6%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / franc suisse	CHF	0.9348	+0.2%	-0.6%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5507	-3.6%	-4.4%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0893	-1.6%	-4.1%	+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 30/06/2025 ; données économiques au 30/06/2025 ; pronostics économiques au 30/06/2025. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.