

Commentaire semestriel

Les marchés bouclent finalement dans le vert un premier semestre chaotique

Les fins (respectivement les débuts...) de semestres se suivent et se ressemblent toujours un peu en bourse et chez les gérants d'actifs. On tire le bilan de ce qui a marché, on essaie d'anticiper ce qui fonctionnera à l'avenir ; les stratégies des grandes banques d'affaires expliquent pourquoi ils se sont trompés dans leurs pronostics et, surtout, pourquoi il faut continuer à les écouter...

Juillet 2025 ne fera pas exception à cette règle, même s'il faut avouer (pour excuser les stratégies des grandes banques d'affaires...), qu'on a eu l'impression de vivre quelque chose d'assez particulier, voire d'exceptionnel depuis ce mois de janvier.

En termes de bilan justement, voilà ce que cela donne quant à l'évolution des principales classes d'actifs (**en CHF**) au cours des six premiers mois de ce nouveau et pour le moins facétieux millésime boursier.

Evolution des indices financiers au 30.06.25 (en CHF)

Suisse	SMI	2,8%
	SMIM	7,0%
	SLI	2,2%
Europe	EURO STOXX 50	6,8%
USA	Dow Jones	-9,4%
	S&P 500	-7,8%
	Nasdaq Comp.	-7,8%
Japon	NIKKEI	-2,3%
Chine	CSI 300	-10,9%
Immobilier suisse	SXI Real Estate	7,0%
Obligations en CHF	Swiss Bond Index	-0,6%
Or	Lingot 1kg en CHF	10,0%
EUR/CHF		-0,6%
USD/CHF		-12,6%

Plus de peur que de mal

Le premier semestre s'achève donc sur des performances très contrastées selon les classes d'actifs et les marchés, surtout pour un investisseur suisse calculant l'évolution de ses avoirs en CHF.

Depuis janvier, les indices des principales places boursières ont en effet connu une suite de records historiques, de chutes vertigineuses et de rebonds inédits. Force est de constater qu'au final, le pire semble cependant avoir été évité.

Dans ce contexte pour le moins chahuté, il faut bien reconnaître que le deuxième trimestre a été à lui seul l'un des plus tumultueux de ces dernières années.

Les turbulences ont débuté au lendemain du « Liberation Day » du 2 avril. L'annonce par Donald Trump de droits de douane américains dits « réciproques » particulièrement et absurdement élevés a alors provoqué une vague de liquidation sur les marchés financiers.

Les bourses mondiales ont littéralement sombré dans un mouvement de panique rarement vu. Pour preuve, le S&P 500 américain a enregistré à cette date sa cinquième plus forte baisse sur deux jours depuis la seconde guerre mondiale (-11%).

Quant aux indices helvétiques, ils étaient alors revenus à leur niveau de fin 2023, effaçant d'un seul coup 15 mois de performance positive.

Ce vent de panique sur les marchés et la lourde correction des actions ont alors entraîné un mouvement de montagnes russes de plusieurs jours sur toutes les bourses mondiales ainsi qu'un bond spectaculaire de la volatilité, à un niveau plus vu depuis le début de la crise du Covid en mars 2020 (voir le graphique ci-dessous).

Volatilité des actions américaines de 2019 à 2025



Les investisseurs n'ont même pas pu trouver refuge dans les emprunts d'états, notamment américains, qui ont baissé par crainte du risque inflationniste engendré par ces tarifs douaniers ; tandis que le dollar dévissait sous le coup de cette politique économique-commerciale erratique et incompréhensible du président américain.

Aux côtés du traditionnel franc suisse, l'autre seule valeur refuge semblait être encore et toujours l'or, qui a profité un temps de cette anxiété généralisée pour atteindre de nouveaux sommets et dépassé la marque symbolique des USD 3'500.00/once.

Une semaine plus tard, Donald Trump a rapidement été contraint de faire machine arrière.

En effet, alors que les marchés obligataires américains étaient au bord d'une crise majeure (le rendement des bons du trésor US à 30 ans avait bondi de 0,40% en deux séances et dépassé ainsi la barrière fatidique de 5%), celui-ci a annoncé un moratoire de 90 jours sur les droits de douane réciproques.

Un moratoire jusqu'au 9 juillet (prolongé pour le moment aux dernières nouvelles jusqu'au 1^{er} août...), visant à engager des négociations avec les différents soi-disant « partenaires ».

Sur cette annonce (conjointe à un délit d'initié scandaleux et à une manipulation crasse et éhontée des marchés boursiers de la part du président milliardaire...) l'indice S&P 500 a alors enregistré sa meilleure performance quotidienne depuis octobre 2008 (+10%).

Ensuite, chaque menace du président américain a été quasi-systématiquement suivie d'une petite reculade rapidement comblée, le marché qualifiant cette nouvelle stratégie de **TACO** pour « **Trump always chickens out** », que l'on peut traduire par « Trump se dégonfle toujours ».

Les investisseurs se sont finalement pour ainsi dire « habitués » à ces annonces fracassantes suivies d'autant de dérobades pathétiques.

La volatilité a quant à elle diminué traduisant peut-être une certaine maturité, une résilience voire une complaisance dans le comportement des marchés.

Même l'or semblait ne plus vouloir s'apprécier ; naviguant autour de la marque de USD 3'300.00/once depuis mi-avril (en franc suisse de CHF 85'000.00/kg, soit le même niveau qu'au début du mois de février).

Cette politique américaine imprévisible et ces allers-retours théâtraux voire burlesques du locataire de la Maison-Blanche ont malgré tout créé beaucoup d'incertitudes économiques pour les entreprises et les consommateurs. Dans cette situation stressante pour ne pas dire anxiogène, les investissements prévus ont commencé à se mettre en pause et les grandes dépenses de consommation se sont vues fréquemment reportées.

Cependant, l'éloignement du risque d'une forte récession, les avancées dans les négociations commerciales mais également de bonnes statistiques macroéconomiques (inflation maîtrisée, chômage stable) ont lentement mais sûrement soulagé les investisseurs.

Cette vision du verre à moitié plein (plutôt qu'à moitié vide...) a permis aux marchés de rebondir durant l'ensemble du mois de mai. Certains indices comme à Wall Street (et dans une moindre mesure en Europe) étant même revenus à leurs plus hauts niveaux historiques (voir le graphique ci-après ; EURO STOXX 50 européen et S&P 500 américain en monnaies locales sur 5 ans).

Les actions américaines et européennes au plus haut de l'année !



On peut partir du principe que les investisseurs tablent de ce fait sur un scénario optimiste où les tarifs douaniers pour l'Union européenne pourraient être négociés aux alentours de 10% à 15%, n'entraînant qu'un léger rebond de l'inflation et un ralentissement acceptable de la croissance. De quoi soutenir les marchés d'actions, malgré des valorisations relativement élevées aux Etats-Unis comme en Europe.

Les Indices suisses pénalisés par la vigueur du franc

Evolution en 2025 des trois indices d'actions suisses SMI, SMIM et SLI



Au boucllement du premier semestre, les indices suisses évoluaient à un niveau supérieur à celui du début de l'année, mais encore loin des sommets atteints en février et en mars.

Par rapport à d'autres marchés (le DAX allemand pour ne citer que lui...), ils sont restés clairement à la traîne, l'appréciation du franc (+14,6% sur six mois vis-à-vis du dollar) expliquant principalement cette performance pour le moins mitigée.

La forte exposition aux Etats-Unis de certains secteurs d'activité, notamment la pharma (Novartis et Roche, mais également Lonza et nos spécialistes des technologies médicales comme Sonova et Straumann), entre également en ligne de compte.

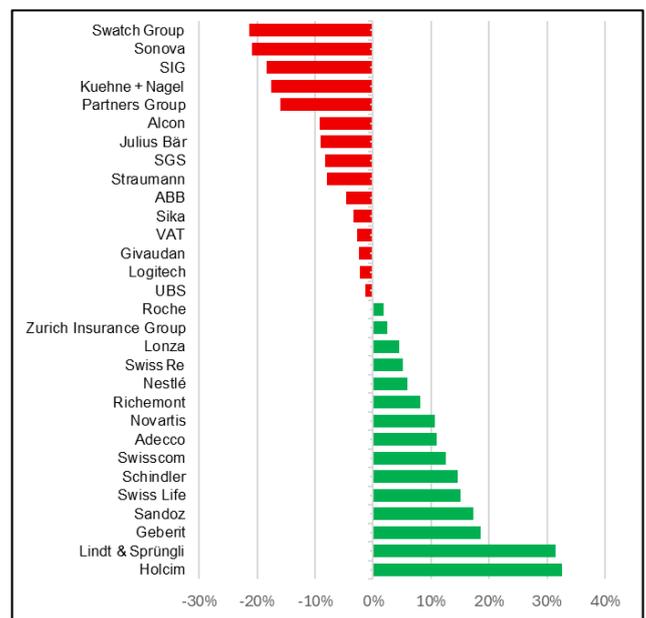
Et même si elles semblent actuellement mises sur pause, les taxes douanières sectorielles élevées pourraient revenir d'actualité et maintenir de ce fait l'incertitude sur bon nombre de sociétés exportatrices helvétiques.

Les valeurs défensives (alimentation, télécommunications), à l'abri du courroux américain dans un premier temps, n'ont finalement été que brièvement favorisées et le retour des investisseurs après la débâcle de début avril s'est essentiellement fait sur les actions cycliques et les valeurs plus sensibles à la croissance économique.

A relever surtout dans ce contexte boursier très étrange, que les performances des 30 composants du SLI (Swiss Leader Index) se caractérisent par une disparité inhabituellement élevée (voir le tableau ci-dessous).

Plus de 50% sépare en effet l'évolution positive de Lindt & Sprüngli de la contre-performance de la lanterne rouge, Swatch Group, dont le positionnement sectoriel (biens de consommation) est pourtant proche.

Evolution des actions du SLI en 2025



A propos du chocolatier zurichois, il convient de relever son orientation dans le segment premium, qui lui permet de répercuter des hausses de prix sans trop pénaliser la demande, ainsi que la production « locale », avec notamment cinq sites aux Etats-Unis où le groupe réalise un peu plus d'un tiers de son chiffre d'affaires.

L'horloger biennois au contraire, après avoir déjà fortement déçu en 2024 en termes de croissance, a été touché par un nouveau recul des exportations horlogères cette année. Les montres représentent 85% des ventes du groupe, alors que pour comparaison son rival genevois Richemont tire plus de la moitié (54%) des revenus de la joaillerie. Qui plus est, Swatch Group dépend fortement du consommateur chinois toujours très frileux en matière de dépenses depuis le déconfinement post-Covid.

Les indices américains déjà de retour à des records historiques

Evolution en 2025 du S&P500 et du Nasdaq (en USD)



Le marché américain des actions a fait preuve de résilience au cours du semestre écoulé.

Une fois n'est pas coutume, sa performance sur six mois est certes plus faible que celles de certains indices européens, même clairement négative pour les investisseurs « calculant » en CHF. Mais contrairement à leurs homologues du Vieux Continent, les indices de Wall Street sont parvenus à dépasser fin juin leurs records du début de l'année.

En monnaie locale (en USD) l'indice S&P 500 et le Nasdaq progressent de 5% et respectivement 6% depuis janvier, récupérant leurs lourdes pertes d'avril, grâce notamment aux valeurs technologiques. Celles-ci ont été portées par les achats à bon compte des investisseurs privés, notamment.

Les « sept magnifiques » (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla) représentent toujours environ un tiers de l'indice S&P 500, et près de la moitié du Nasdaq, à forte coloration technologique. Soutenus par de solides chiffres trimestriels, ils ont compté parmi les moteurs du rebond amorcé en avril. Ils ont cependant connu des fortunes diverses au premier semestre, entre Tesla et Apple qui ont perdu environ 16%, et l'avancée de Meta (+23%) et Microsoft (+17%), qui comptent investir des dizaines de milliards de dollars dans l'IA cette année. Le fabricant de semi-conducteurs Nvidia a quant à lui regagné la place de première capitalisation mondiale. L'exceptionnalisme de la tech américaine semble parti pour durer.

Mais, comme déjà évoqué, la performance du marché américain n'est valable qu'en dollar car pour les investisseurs étrangers ce n'est pas la même histoire.

A moins d'avoir protégé son portefeuille du risque de change (ce qui est onéreux), la performance est nettement négative en raison de la forte baisse de la devise américaine (-13% par rapport au franc suisse).

Le déclin continu du dollar américain a ainsi constitué un autre facteur important de cette première partie de l'année ; l'indice dollar ayant enregistré sa pire performance semestrielle depuis 1973.

La chute du billet vert est essentiellement portée par la méfiance des investisseurs non-résidents vis-à-vis de la politique économique et des actifs américains ; et c'est compréhensible !

On peut en effet s'inquiéter de la manière totalement déraisonnable de la part du gouvernement américain de gérer la dette. Et de rappeler qu'avant la loi budgétaire « Big Beautiful Bill » de Donald Trump, qui va faire grimper la part de la dette par rapport au PIB, le programme de relance de son prédécesseur Joe Biden en avait déjà ajouté lui aussi plusieurs couches.

Parmi les meilleures performances de cet indice, particulièrement représentatif de la bourse suisse, figurent plusieurs valeurs du secteur de la construction qui profitent de leur exposition plus marquée aux économies européennes.

L'équipementier sanitaire Geberit et le spécialiste des ascenseurs et escaliers roulants Schindler tirent par exemple très positivement leur épingle du jeu.

Le cimentier Holcim a été porté en toute fin de semestre par le spin-off de ses activités américaines, coté simultanément à Zurich et à Wall Street sous le nom de Amrize (que nous recommandons de conserver au sein des dépôts pour le moment).

Le titre Holcim a bondi de 22% depuis cette scission.

Sur les trois titres qui pèsent à eux seuls plus du quart du SLI (et la moitié du SMI), Novartis a clairement réalisé la meilleure avancée et tutoie son sommet de début mars. Au risque de nous répéter, les craintes concernant des taxes sur la pharma, essentiellement aux Etats-Unis, se sont calmées pour le moment !

Nestlé fait également partie des titres ayant le mieux absorbé le choc du « Liberation Day » avec une performance positive depuis le début de l'année, même si l'action, plombée par une consommation américaine qui s'essouffle et d'autres « défis » internes stratégiques, est actuellement très en dessous de son niveau de début avril.

Roche, après avoir réalisé momentanément une avancée de plus de 20% en début d'année, se retrouve quasiment de retour à son niveau de janvier, aussi en raison de plusieurs revers d'études cliniques.

Mais en Suisse, un autre aspect économique est venu troubler le jeu. Après que la Banque nationale suisse (BNS) a abaissé son taux directeur à 0% en juin, une nouvelle crise de l'investissement réapparaît.

Nous nous retrouvons en effet dans un scénario tel qu'il a déjà eu récemment cours dans notre pays entre 2015 et 2022, celui des taux d'intérêt négatifs et des rendements obligataires (quasi) nuls.

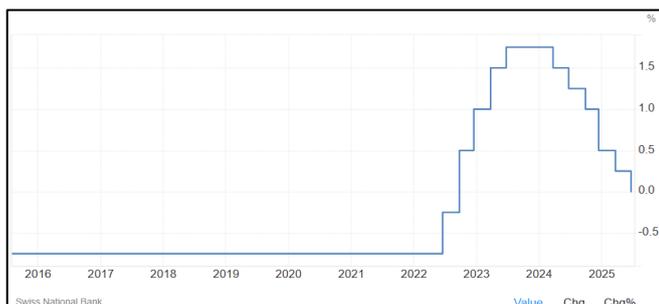
Cette situation monétaire provoque un manque inquiétant d'alternatives dans les placements à disposition de l'investisseur privé comme institutionnel.

Si vous souhaitez protéger vos actifs de la dévaluation de l'argent causée par l'inflation et les voir s'apprécier à long terme, il devient donc à nouveau impératif d'investir dans des actions et des actifs tangibles (sociétés immobilières cotées ou fonds de placements immobiliers).

Dans ce domaine, il convient de continuer à privilégier les actions suisses de première qualité, à dividendes élevés, sensibles ou moins au cycle économique.

Pour les investisseurs en actions, le dividende est en effet un moteur important de la performance à long terme. Actuellement, la moyenne des dividendes du SLI atteint environ 3%.

Taux directeur de la BNS depuis 2015



Les Valeurs européennes portées par la défense et le programme conjoncturel allemand

La surperformance en 2025 des actions allemandes comparée à l'évolution des actions françaises (en EUR)



L'Euro Stoxx 50 a signé au premier semestre 2025 la meilleure performance des principaux marchés boursiers (+8%). Même si l'indice qui regroupe les 50 plus grandes cotations de la zone euro se retrouve fin juin nettement en dessous de son record de début mars, un mois avant le « Liberation Day ». La hausse est d'autant plus remarquable qu'elle a été réalisée dans un contexte de forte appréciation de l'euro face au dollar (+14%).

La perspective d'un renouveau de la croissance en Europe, avec le plan de relance allemand et l'abandon de la règle d'or budgétaire, l'assouplissement monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et la recherche d'une alternative peu onéreuse à un marché américain devenu trop cher, ont propulsé les marchés européens. Ces derniers ont en outre été portés par le bond des valeurs de défense dans le cadre d'un plan global de réarmement de l'Europe.

Les bourses européennes n'avaient pas autant surperformé le marché américain au premier semestre depuis un quart de siècle.

Mais cette surperformance est très déséquilibrée entre un marché allemand au plus haut historique, avec un gain de plus de 20% au premier semestre, et une Bourse de Paris à la traîne n'affichant que +4% de plus-value (voir le graphique ci-dessus).

Un titre, qui résume à lui seul la volonté de l'Europe de se renforcer dans la défense, a bondi de 185% en l'espace de six mois : Rheinmetall (actuellement dans le top 10 de l'indice DAX allemand), qui a augmenté ses capacités de production de munitions et de chars d'assaut.

Le cimentier Heidelberg Materials (+67%), qui figure également parmi les poids lourds du DAX, est souvent cité parmi les principaux bénéficiaires du programme conjoncturel allemand visant à moderniser les réseaux routiers et ferroviaires. A l'instar de l'espagnole Santander (+59%), portée par un bénéfice 2024 record et un premier trimestre du même acabit, les financières ont également compté parmi les principales contributrices à la performance de l'Euro Stoxx 50.

A l'autre extrémité des classements, comme le montre la lanterne rouge Stellantis (-30%), ou Porsche (-27%), qui ferme la marche du DAX, l'automobile a été à la peine, de même que le luxe (LVMH -24%, Kering -23%). Ces deux secteurs ont pâti d'une demande chinoise souffreteuse et des menaces que laissent planer les droits de douane de Donald Trump sur le secteur de la consommation discrétionnaire.

Conclusion

En ce début d'été 2025, au terme d'un premier semestre boursier pour le moins mouvementé, nous sommes « soulagés » de constater que les performances moyennes de nos mandats de gestion affichent toutes un rendement positif sur ces six derniers mois.

La surpondération des actions suisses au sein de nos stratégies et la présence systématique de fonds immobiliers suisses ont une nouvelle fois porté leurs fruits.

Notre part stratégiquement faible de devises étrangères dans les portefeuilles a également été à nouveau pertinente.

Le premier semestre a déjà montré de manière impressionnante que les investisseurs ne doivent pas se laisser déstabiliser par les incertitudes actuelles (les facéties « trumpiennes », les tensions géopolitiques, les conflits armés interminables, etc.).

Pour réussir un placement à long terme, il est essentiel de s'en tenir à la stratégie de placement définie et de rester investi.

L'investisseur à succès André Kostolany (que nous avons déjà cité dans notre commentaire de janvier) l'a résumé un jour par la phrase suivante : « À court terme, il est risqué d'investir dans des actions, à long terme, il est risqué de ne pas investir dans des actions ».

C'est comme un tour de montagnes russes : le spectre émotionnel passe de la peur et de l'excitation à la joie et au bonheur. Seuls ceux qui ne se laissent pas décourager par le tumulte médiatique à court terme et la peur (de la perte) lorsqu'ils investissent peuvent atteindre leurs objectifs financiers à long terme.

Malgré le contexte actuel d'incertitude, nous maintenons notre légère surpondération en actions via un biais de qualité prononcé pour nous focaliser sur des entreprises disposant de positions fortes, les solides modèles d'affaires, de bons bilans (avec un faible endettement), des marges stables, une marque forte et un pouvoir de fixation des prix durable.

Nous conservons notre confiance au principe de diversification dans des entreprises qui toutes (tôt ou tard) impressionnent par leur résilience, surtout en période difficile ou en situation de sortie de crise.

Notre choix se porte avant tout sur les grandes et moyennes capitalisations (en évitant les trop petits acteurs des secteurs) tout en respectant une allocation sectorielle mélangeant « old et new economy », valeurs défensives et valeurs de croissance...

Notre biais domestique et donc notre surpondération du franc suisse sont également maintenus.

Adequaris Finance
Pascal Reynaud
8 juillet 2025