



Des perspectives économiques solides

Malgré les fortes tensions commerciales et géopolitiques qui ont marqué l'année 2025, l'économie mondiale a connu une croissance de près de 3 %. Grâce à un assouplissement de la politique monétaire et à une atténuation des incertitudes commerciales, on peut partir de l'idée que les perspectives économiques resteront solides malgré une stabilité géopolitique fragile. À cela viennent s'ajouter les réformes économiques et l'élargissement du nombre de bénéficiaires des innovations technologiques.

Les pays émergents en particulier, qui, comme la Corée du Sud et Taïwan, ont accompli des progrès considérables en matière de numérisation et d'automatisation et ont considérablement amélioré leur climat d'investissement, devraient figurer parmi les moteurs de la croissance. Depuis de nombreuses années, ils connaissent une croissance nettement plus rapide que les pays industrialisés et contribuent désormais à plus de 60 % à la croissance du PIB mondial.

L'adoption d'un grand nombre de cas d'application de l'IA dans les pays

émergents également permet d'élargir la répartition des gains de productivité à l'échelle mondiale. La création de valeur s'étend de plus en plus au-delà des pionniers disruptifs des États-Unis. Il ne fait aucun doute que l'adoption rapide de l'IA dans les innovations transformatrices constitue un moteur de croissance en Asie, mais aussi de plus en plus en Europe.

En revanche, aux États-Unis, un nombre croissant d'entreprises se trouvent confrontées aux risques financiers liés à la dynamique de l'IA. Elles ont augmenté leurs investissements de 50 % à 70 % en 2025, et prévoient une hausse supplémentaire de 15 % à 30 % en 2026. Les investissements circulaires génèrent un manque de transparence quant à l'ampleur réelle de la demande en IA renforcée par la disposition de payer des entreprises. Une chose est claire : le pouvoir d'achat des ménages privés demeure sous pression, tout comme le marché du travail (chômage en hausse, baisse réelle des salaires). En effet, le boom de l'IA n'a jusqu'ici pas engendré d'augmentation des postes de travail.

L'année 2025 s'achève sur des rendements positifs

En décembre, les portefeuilles ont à nouveau légèrement progressé, ce qui a permis à l'ensemble des solutions de clôturer l'année civile avec un rendement positif. Certaines décisions étaient justes, d'autres non. Nous avons surtout manqué le rallye des métaux précieux, avec l'or (+50 % en CHF) et l'argent (+160 %), tandis que l'« or numérique », le bitcoin (-20 %), a connu un net recul.

Les stratégies équilibrées (Revo3) ont connu un rendement de +3.8 %. Quant à la stratégie Revo5, axée sur les actions, son rendement s'est élevé à +5.2 %. Les solutions axées sur les dividendes ont réalisé une excellente fin d'année (+12.3 %). Ces solutions existent également depuis 2025 dans la prévoyance liée (libre passage, 3a).

Afin que vous puissiez vous représenter clairement ces rendements, nous rappelons ici différents indices de référence. Les stratégies obligataires passives n'ont quasiment rien rapporté en 2025. Le Swiss Bond Index (AAA-BBB Total Return) a clôturé l'année en légère baisse (-0.1 %), alors que l'indice obligataire mondial a légèrement progressé

(+0.3 %, couvert en CHF). Nos solutions obligataires ont réalisé un rendement supérieur. Le conservateur Zugerberg Income Fund a terminé l'année 2025 (+1.4 %) à un niveau convaincant et le Credit Opportunities Fund (+3.4 %), plus favorable au risque, a réalisé un résultat annuel correspondant à nos attentes élevées.

Le Swiss Market Index (+14.4 %) a connu un rendement nettement supérieur, alors que les indices américains ont été plutôt décevants en 2025. Certains sont même en zone négative (Dow Jones -0.9 % en CHF) ou n'affichent qu'une hausse modérée (S&P 500 +2.1 %, Nasdaq +5.2 %). Cela a également influencé la performance de l'indice mondial des actions, qui est constitué à plus de 71 % d'actions américaines. Le rendement annuel 2025 de l'indice mondial MSCI World (+4.8 % en CHF) correspond dans les grandes lignes à la performance de la solution Revo5, alors que celui des stratégies axées sur les dividendes est comparable au SMI.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Décembre 2025	2025
Zugerberg Finanz R1	-0.2%	+1.6%
Zugerberg Finanz R2	+0.3%	+2.8%
Zugerberg Finanz R3	+0.4%	+3.8%
Zugerberg Finanz R4	+0.6%	+4.2%
Zugerberg Finanz R5	+0.7%	+4.4%
Zugerberg Finanz RDividendes	+2.2%	+14.1%
Zugerberg Finanz Revo1	-0.5%	+1.8%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.0%	+2.8%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.2%	+4.0%
Zugerberg Finanz Revo4	+0.2%	+4.5%
Zugerberg Finanz Revo5	+0.4%	+5.5%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+1.9%	+12.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-1.1%	+11.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-1.1%	+13.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-1.1%	+15.8%

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Décembre 2025	2025
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.7%	+0.3%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.0%	+2.1%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.0%	+2.8%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.2%	+4.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.6%	+5.0%
Zugerberg Finanz Libre passage R5	+0.7%	+4.4%
Zugerberg Finanz Libre passage RDividendes	+2.2%	+14.1%

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Décembre 2025	2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.5%	+1.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.0%	+2.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.2%	+4.0%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.2%	+4.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.4%	+5.5%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+1.9%	+12.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-1.1%	+11.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-1.1%	+13.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-1.1%	+15.8%

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

Macroéconomie

Une croissance réelle de l'économie mondiale de 3 %



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

L'économie mondiale devrait croître de près de 3 % en termes réels en 2026. Toutefois, la contribution des États industrialisés occidentaux à cette croissance sera faible, puisque la majeure partie revient aux pays émergents, avec en tête l'Inde et son taux de croissance réel estimé à 7 %. Les États-Unis sont actuellement en train de perdre en compétitivité, tant dans la course aux technologies d'avenir que dans la course aux talents. La plus grande économie mondiale est en outre confrontée à une hausse du chômage, à une hausse de l'inflation en raison des droits de douane et à une confiance en berne des consommateurs.

Le cycle actuel de l'économie mondiale est fortement influencé par l'intelligence artificielle (IA) ainsi que par d'autres technologies qui auront des conséquences majeures dans divers domaines : parmi les nombreux exemples dans les domaines de la mobilité, de la santé et de l'éducation, nous avons seulement acquis nos toutes premières expériences. Et celles-ci montrent que les innovations basées sur l'IA ont introduit dans le monde entier un nouveau cycle de concurrence effrénée.

Nous constatons progressivement l'impact de la politique de la Maison Blanche sur cette évolution. Pour la première fois en 250 ans d'histoire, la politique migratoire des États-Unis affiche un solde négatif. Pourtant, c'étaient justement les grandes entreprises technologiques qui dépendaient de l'immigration pour une main-d'œuvre hautement qualifiée. L'immigration est la clé du succès de l'innovation aux États-Unis, dont la mentalité est empreinte d'une culture du travail acharné. La plupart des fondateurs d'entreprises de la tech sont des immigrants ou des enfants d'immigrants. Pourtant, la tendance va actuellement dans le sens inverse. Même les universités ne sont plus en mesure d'attirer et de

garder les meilleurs talents du monde entier, puisque dans la majorité d'entre elles, le nombre de candidats étrangers est en baisse.

Les universités européennes disposent de connaissances plus approfondies et d'un plus grand pouvoir d'attraction dans de nombreux domaines. Si l'Europe réussissait elle aussi à endiguer sa culture de la réglementation, à encourager les start-ups innovantes et à renforcer l'esprit d'entreprise, cela générerait de réels espoirs d'une reprise durable de l'économie. Dans la région de Zurich, deux douzaines d'entreprises américaines du domaine de la tech se sont déjà implantées afin d'y recruter des ressources humaines. C'est également à Zurich que Google a son plus grand centre de recherche en dehors de la Silicon Valley, avec environ 6'000 employés. Pour Apple, c'est à Munich et pour d'autres à Berlin, Londres ou Paris.

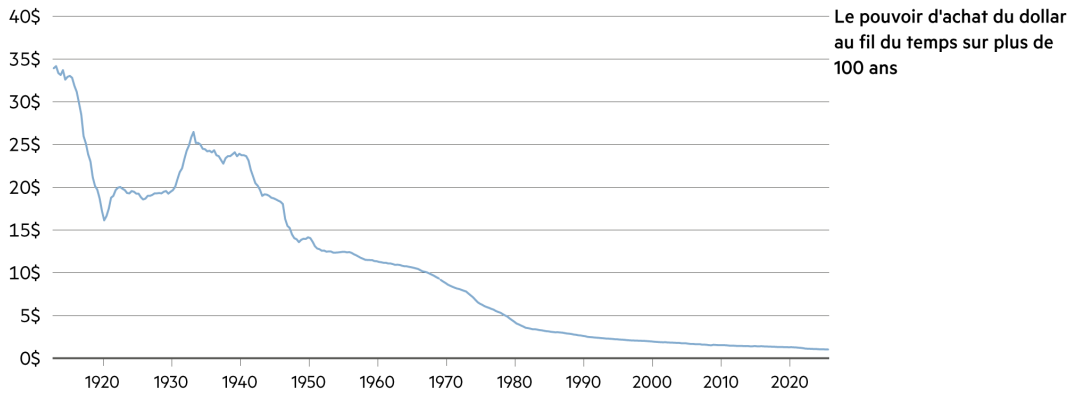
L'essentiel pour l'économie mondiale ne seront plus les droits de douane, le droit international, les taux d'intérêt directs ou les flux commerciaux mondiaux. Ce qui sera déterminant, c'est le lieu où se trouve la main d'œuvre (hautement) qualifiée, où celle-ci souhaite aller et où elle souhaite organiser sa vie dans et en dehors de l'entreprise. C'est pourquoi des entreprises européennes comme Siemens, Schneider Electric ou encore ABB, qui ont une culture d'entreprise libérale, ont de vraies chances de devenir et de rester des leaders mondiaux.

La Chine, qui mise toujours plus sur l'autosuffisance technologique, demeure un facteur de stress pour l'économie mondiale. Son marché intérieur reste faible. Les prix et les salaires évoluent à la baisse, à l'instar des évaluations immobilières. Dans ce contexte déflationniste, les surcapacités engendrent une concurrence impitoyable sur les prix, qui atteint également les marchés d'exportation.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Une croissance réelle du PIB comprise entre 1.2 % et 1.5 %, avec un taux d'inflation à peine perceptible, est réaliste.
Zone euro, Europe	↗	↗	Dans la zone euro, l'inflation devrait se stabiliser en dessous de 2 %. La croissance du PIB sera plus importante en France et en Allemagne, mais plus faible dans le sud.
Etats-Unis	↗	↗	Avec une croissance réelle du PIB de 2.0 %, nos estimations sont légèrement supérieures au consensus. De nombreux observateurs tablent sur un ralentissement plus net.
Reste du monde	↗	↗	La Chine implose de l'intérieur (déflation et chômage) et croît grâce à une augmentation effrénée des exportations, notamment vers l'Europe et les pays du Sud.

Liquidités, devises

Baisse du pouvoir d'achat du dollar



Le pouvoir d'achat du dollar au fil du temps (Source : U.S. Bureau of Labor Statistics | graphique : Zugerberg Finanz)

Plus les Américains vieillissent, plus ils sont fortement touchés par la perte de valeur de leur monnaie. Il y a un peu plus de cent ans, le Federal Reserve Act a créé la base légale permettant de fournir de l'argent à la plus grande économie mondiale. Mais l'offre monétaire a augmenté à une telle vitesse qu'elle s'est accompagnée non seulement de taux d'inflation élevés, mais également d'une perte de valeur accélérée.

En 1910, il était encore possible d'acquérir 30 tablettes de chocolat Hershey (ses ancêtres suisses s'appelaient Hirschi, mais le nom a été modifié aux États-Unis). Aujourd'hui, une plaque de chocolat au lait coûte 1.82 dollar chez Walmart, soit 55 fois plus. À l'inverse, on peut calculer que la population a perdu plus de 98 % de son pouvoir d'achat en un peu plus d'un siècle. À l'heure actuelle, un dollar représente moins de 0.02 dollar en termes de pouvoir d'achat.

Depuis l'introduction des taux de change flexibles en 1971, le dollar a également subi de lourdes pertes s'agissant de sa valeur extérieure : -81.4 %. A l'époque, il fallait déboursier 4.30 francs pour un dollar, contre 79 centimes aujourd'hui. Cette perte de pouvoir d'achat présente une autre composante. Désormais, il y a lieu de s'attendre à une perte de valeur annuelle de 3 %, même si cette évolution ne devrait guère être linéaire. Pour cette raison, on pourrait avoir l'idée de couvrir la monnaie, ce qui coûte actuellement 3.8 % par an. En 2024, cela n'en aurait pas valu la peine, mais en 2025, oui. Pour 2026, il est difficile de faire des pronostics.

Les coûts de couverture de change inférieurs en comparaison avec l'euro (environ 2.1 %) sont l'expression d'une politique fiscale et monétaire plus durable ainsi que d'un écart d'inflation et de taux d'inté-

rêt plus faible. Pour le dollar, la crise de confiance politique pourrait faire obstacle à une stabilisation en 2026. Par le passé, le dollar a toujours perdu de la valeur quand la Fed abaissait ses taux d'intérêt et que les États-Unis n'étaient pas en récession. En outre, les marchés pourraient encore renforcer leurs anticipations relatives à plusieurs baisses des taux d'intérêt par la Fed en 2026 suite à l'entrée en fonction d'un nouveau président de la banque centrale favorable à Trump. À cela viennent également s'ajouter des questions concernant les liens entre le président de la Fed et la Maison Blanche, ce qui pourrait accentuer encore la dépréciation de la monnaie.

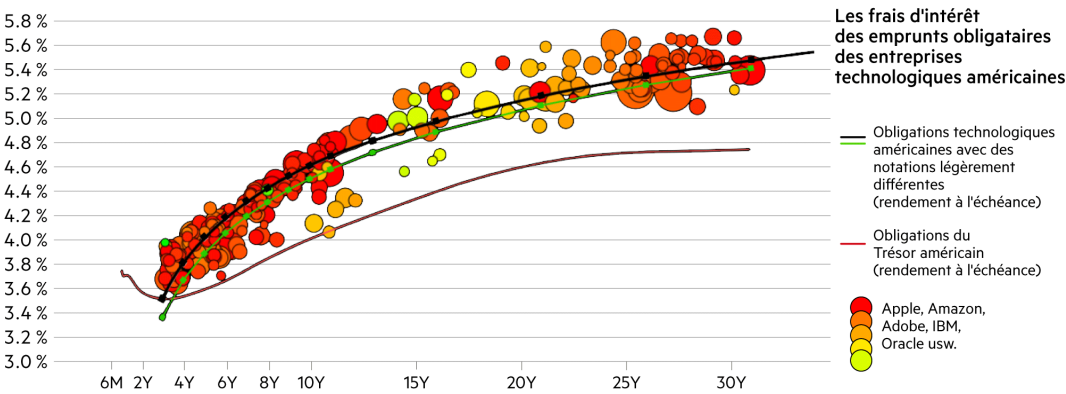
Dans ce contexte, il est important de savoir si l'on adopte un point de vue axé sur le dollar ou sur le franc. L'année dernière, les marchés boursiers américains ont pris l'ascenseur de manière impressionnante, mais les rendements convertis en francs suisses se sont été modérés. Le Dow Jones (avec des actions comme Nvidia, Apple, Amazon, Microsoft, Salesforce, Cisco) a augmenté de +13.0 % en dollars. En francs suisses, cela se traduit par un rendement de -1.3 % (!). L'indice technologique du Nasdaq (+20.2 % en USD) a moins bien performé en francs (+5.0 %) que le SMI suisse (+14.1 %). Et le large indice S&P 500 des États-Unis (+16.1 % en USD) converti ne donne qu'un maigre +1.0 % (en CHF).

La monnaie chinoise a également connu une évolution poussive, de sorte que l'indice Hang Seng (+13.8 % en CHF) négocié à Hong Kong et l'indice CSI 300 (+12.2 %) de Shanghai/Shenzhen n'ont pas engendré non plus de rendements exceptionnels – et ce, dans une année où DeepSeek a donné une bonne leçon aux géants américains de la tech, qui ont dû l'apprendre rapidement : la concurrence technologique ne se limite pas aux acteurs de la Silicon Valley.

Classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	L'inflation devrait rester dans la moitié inférieure de l'objectif de la BNS. Il ne faut pas s'attendre à de nouvelles baisses des taux d'intérêt. Les comptes bancaires ne rapportent plus aucun intérêt.
Euro / Franc suisse	→	→↗	En 2025, le taux de change EUR/CHF a connu principalement une évolution latérale. La BCE et la BNS ont maintenu leurs taux directeurs, ce qui a permis à l'écart de taux d'intérêt de rester stable.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	En raison des baisses de taux d'intérêt attendues, le dollar américain devrait continuer à s'affaiblir en 2026 si l'inflation reste élevée.
Euro / Dollar américain	↗	↗	Le rapport EUR/USD s'est fortement apprécié en 2025. En 2026, nous ne voyons plus qu'un potentiel de hausse limité pour l'euro.

Obligations

Les entreprises américaines de la tech s'endettent



Coûts d'intérêt des obligations des entreprises technologiques américaines ; données au 31 décembre 2025 (source : Bloomberg L.P. | graphique : Zugerberg Finanz)

Les plus importantes obligations d'entreprises émises l'année dernière sur le marché l'ont été par des entreprises américaines du domaine de la tech. Cela s'inscrit dans le cadre d'investissements massifs réalisés dans les centres de données, qui ne peuvent plus être financés uniquement par les flux de trésorerie générés. Toutefois, nous estimons qu'un peu de scepticisme est de rigueur ici, car il n'est pas prouvé que tous les investissements pourront être monétisés et rentabilisés.

En début d'année, les investisseurs examinent l'année à venir et les perspectives y relatives. Sur le marché obligataire, on examine la courbe des taux dans son ensemble et son évolution. Va-t-elle devenir plus raide, plus plate ? Avec quelle intensité ? En ce moment, ce ne sont pas les remboursements qui sont inquiétants, mais plutôt le volume d'émission des nouvelles obligations. Quand les déficits budgétaires étatiques augmentent, comme c'est le cas aux États-Unis, en Europe, en Inde et en Chine, il convient de s'attendre à un volume record d'obligations d'État. À lui seul, le marché des bons du Trésor américain a doublé depuis 2018 pour atteindre plus de 30'000 milliards.

En Europe, certains pays appliquent une stratégie budgétaire solide. C'est pourquoi on peut s'attendre à une baisse des émissions de la part de poids lourds comme l'Italie et l'Espagne, mais aussi de celle de pays plus petits comme le Portugal, la Grèce et l'Irlande. En revanche, les émissions de l'Allemagne vont augmenter en raison de sa politique fiscale expansionniste axée sur la rénovation des infrastructures vulnérables et le renforcement de sa capacité de défense. Si le gouvernement pouvait adopter des réformes urgentes aussi vite qu'il contracte de nouvelles dettes, c'est non seulement l'Allemagne, mais également l'Europe dans son ensemble qui seraient nettement plus avancées.

Il n'est pas possible d'estimer comment le marché réagira à l'afflux d'émissions au cours de la nouvelle année. On peut tout à fait imaginer que le programme conjoncturel ambitieux de l'Allemagne démarre

étonnamment bien : dans ce cas, l'offre d'obligations sera bien accueillie. À l'inverse, on ne saurait perdre de vue le fait que, sur le long terme, la tendance de la dette publique dans les pays industrialisés et émergents est peu encourageante et recèle un risque d'augmentation des primes de risque de crédit. Cela s'applique également à l'Allemagne : un gouvernement dénué de la capacité de réformer est considéré comme un risque.

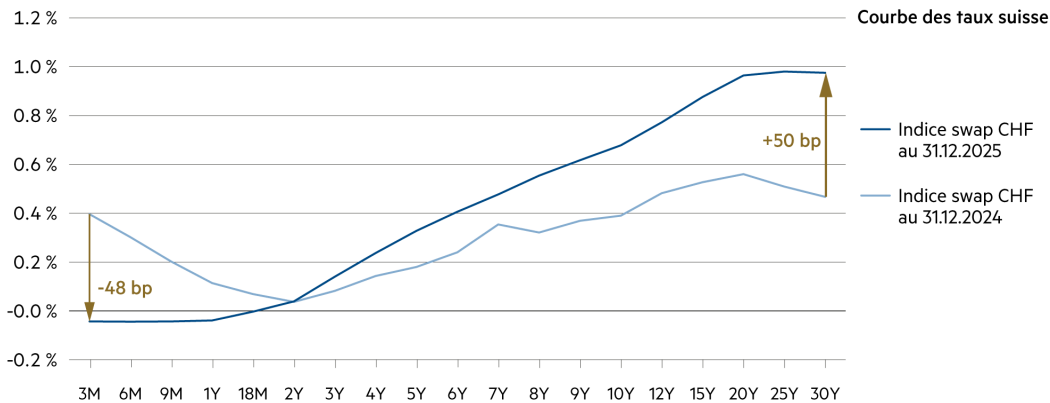
Actuellement, les obligations d'État américaines à dix ans offrent un rendement de 4.1 % en dollars. Toutefois, la couverture du risque de change par rapport au franc suisse coûte 3.8 % par an, avec pour résultat que le rendement net est pratiquement nul. Ceux qui espèrent une baisse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis pourraient cependant bénéficier de gains de cours ces prochains trimestres. Si les anticipations en matière d'inflation et de taux d'intérêt devaient évoluer dans la « bonne » direction, les opportunités d'investissement pourraient nettement augmenter avec les obligations à long terme.

D'un point de vue fondamental, les obligations d'entreprises recèlent un potentiel de valeur plus élevé car elles sont assorties d'une prime de risque spécifique à l'entreprise en plus du rendement également généré par les obligations d'État. Les entreprises technologiques américaines très populaires disposent de bilans solides et, pour nombreuses d'entre elles, d'une excellente solvabilité. Il s'agit souvent de primes de seulement 40 à 90 points de base (pb) par rapport à une obligation d'État. Plus la durée est longue, plus la prime est élevée. Ainsi, une obligation à 25 ans émise par Microsoft, Alphabet ou Apple offre un rendement d'environ 5.2 %, contre 5.7 % pour l'obligation d'IBM. En cas de perte de confiance, la prime prend rapidement l'ascenseur. Malgré une bonne notation, Oracle doit accepter une prime de risque de 160 points de base.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	➔	➔	Le différentiel d'inflation entre les États-Unis et la zone euro rend plus difficile l'émission de nouveaux bons du Trésor américain à un taux d'intérêt nettement inférieur au taux actuel.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Ce segment d'investissement est passionnant et stimulant, il vaut la peine d'y investir à condition d'adopter une approche disciplinée et sélective.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	L'évolution de ce segment est étroitement liée à l'évolution conjoncturelle (actuellement positive). C'est pourquoi une certaine tolérance au risque s'impose.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Des rendements solides en 2025



Courbe des taux d'intérêt suisses au 31 décembre 2024 par rapport au 31 décembre 2025 (source : Bloomberg L.P. | graphique : Zugerberg Finanz)

Nos solutions obligataires ont fait leurs preuves en 2025 et ont généré des rendements positifs solides. Conformément aux prévisions, le rendement du Zugerberg Income Fund (+1.3 %) est légèrement inférieur à celui du Credit Opportunities Fund (+3.4 %), qui affiche une position plus favorable au risque. Cela n'est pas du tout évident, car la courbe des taux d'intérêt suisse s'est nettement accentuée l'année dernière. À court terme, les taux d'intérêt ont légèrement baissé, alors qu'à long terme, les rendements sont nettement plus élevés qu'il y a un an.

Le Swiss Bond Index (AAA à BBB Total Return Index), qui représente les obligations sur le marché des capitaux en francs suisses, a achevé l'année 2025 en légère baisse (-0.1 %). Toutefois, d'une manière générale, la réflexion prévaut chez les investisseurs de s'engager davantage dans des obligations d'entreprises que dans des obligations d'État, qui ne rapportent quasiment aucun rendement.

Grâce à nos solutions obligataires actives basées sur des obligations d'entreprises, nous avons largement dépassé la solution indiciaire passive. Il convient surtout de souligner que ce résultat a été obtenu avec une volatilité moindre, ce qui signifie que nos solutions obligataires ont convaincu après ajustement des risques.

La structure des taux d'intérêt sur le marché des capitaux a beaucoup changé au cours de l'année dernière. La pentification s'accroît des deux côtés. À court terme, après deux baisses des taux d'intérêt par la Banque nationale suisse, les taux sont inférieurs d'environ 48 points de base à ceux de l'année dernière. À long terme, les forces du marché font effet. Dès deux ans jusqu'à la date de remboursement d'une obligation, les rendements sont supérieurs à ceux de l'année précédente. Pour les

obligations à 30 ans, le rendement annuel est supérieur de 50 points de base. C'est justement cette sensibilité aux taux d'intérêt qui a engendré les importantes baisses des cours des obligations à long terme.

Avec le Credit Opportunities Fund (COF), un peu plus favorable au risque, il est vrai que l'on investit dans des entreprises dont la notation n'est pas au top. En revanche, la durée moyenne jusqu'au remboursement est d'environ trois ans. Les variations des taux d'intérêt jouent un rôle secondaire. Et avec plus de 200 obligations, le fonds affiche une diversification importante. Si une seule entreprise devait rencontrer des difficultés, elle n'entraînerait pas immédiatement avec elle l'ensemble du fonds.

Après 13 ans, le COF illustre précisément le fait que les rendements obtenus, corrigés des fluctuations de cours (volatilité), offrent une image impressionnante par rapport à l'indice Swiss Bond : le rapport rendement/risque est nettement meilleur. La reprise des obligations est beaucoup plus rapide après les chutes de cours, comme l'ont également démontré ces cinq dernières années. Les hausses des taux d'intérêt directs en 2022 ont entraîné la plus forte chute des cours des obligations depuis 50 ans. L'indice Swiss Bond ne s'en est toujours pas complètement remis. En revanche, le COF est environ 8 % au-dessus de son niveau d'il y a cinq ans. Il vaut la peine d'adopter une certaine tolérance au risque, surtout si cela permet ensuite de surmonter les baisses de cours.

À des fins de diversification, nous utilisons également le fonds Infrastructure Debt Fund de la fondation de placement AWI. Avec un rendement de +1.6 %, ce fonds a également largement dépassé le Swiss Bond Index l'année dernière, avec une volatilité modérée.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2025 (rendement sur toute l'année)	+1.3 %	+3.4 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-6.5 % (-0.9 %)	+38.9 % (+2.5 %)
Quantité de mois de performance positive :	57 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	92 PB (+1 PB)	408 PB (-4 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

L’infrastructure a le vent en poupe



Un centre de données en Suisse (source de l'image : Implenia)

L’année dernière, nous avons réalisé des rendements globaux très positifs avec les entreprises d’infrastructure. Cette année, nous tablons à nouveau sur des bénéfices en hausse et des revenus de dividendes supérieurs à la moyenne du marché boursier dans son ensemble. Le potentiel de hausse n’est de loin pas épuisé, car les valorisations avantageuses justifient à tout le moins en partie une réévaluation, grâce à des modèles d’affaires moins volatils en termes de rendement et à une demande ininterrompue pour les centres de données.

Du point de vue des investisseurs, nous considérons toujours les actions d’infrastructures comme celles d’Engie (+43 % de variation du cours l’année dernière en CHF), Veolia (+11 %) et E.ON (+39 %) comme attractives. Nous allons également conserver BKW (+6 %) et renforcer notre portefeuille d’infrastructures avec Enel, car les perspectives de croissance restent excellentes. La demande en centres de données reste inchangée. Ces installations ont des exigences spécifiques en matière de production et de distribution d’électricité. Elles accordent la priorité à une efficacité énergétique élevée, ainsi qu’à la stabilité et à la sécurité de l’approvisionnement, à des prix conformes au marché.

Les centres de données ultramodernes constituent la pierre angulaire de notre économie, en particulier pour les services financiers, la technologie et la recherche, ainsi que pour la mobilité électrique et les véhicules autonomes. Dans le même temps, l’Europe profite de marchés de l’électricité déréglementés. Ce sont des marchés qui n’ont pas tendance à tomber dans l’instabilité ou les pénuries structurelles imprévues. Plutôt, les coûts d’investissement sont évalués et des exigences minimales en matière de retour sur investissement sont fixées. Ce n’est qu’en augmentant la sécurité de planification grâce à des contrats sur le

long terme qui intègrent des clauses de protection contre l’inflation qu’il est possible d’envisager un investissement dans les infrastructures.

En ce moment, la demande en approvisionnement énergétique des centres de données et la consommation industrielle augmentent si fortement qu’il convient de mettre rapidement à disposition des plans d’électrification et des solutions d’approvisionnement en électricité si l’on ne veut pas perdre en compétitivité. Les centres de données ne sont qu’un élément dans un environnement européen en profonde transformation, et il convient d’évaluer leur impact de manière circulaire et globale, comme c’est de plus en plus le cas pour tous les autres facteurs de cette évolution.

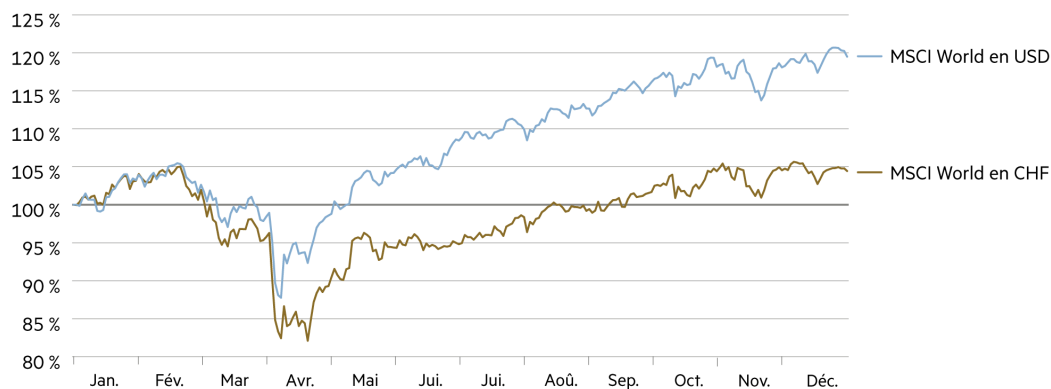
Moderniser les infrastructures peu fiables reste à l’ordre du jour. Cela concerne les réseaux électriques et ferroviaires, les ports, les autoroutes, mais aussi, de plus en plus, les réseaux de communication jusqu’à l’espace (satellites).

Nous restons investis avec conviction dans Flughafen Zürich (+16 %). Les prévisions communiquées par les responsables de la gestion de l’aéroport, qui tablent sur près de 32 millions de passagers pour l’ensemble de l’année, devraient être largement dépassées. Il continue à être intéressant que l’entreprise mise de plus en plus sur les revenus hors activité réglementée, par exemple les surfaces commerciales avant et après les contrôles de sécurité, les biens immobiliers tels que The Circle et l’hôtel Radisson-Blu, ainsi que les participations à l’étranger (par exemple, Noida en Inde). Une augmentation considérable des dividendes se dessine, ce qui devrait conduire à un rendement de distribution de 3.0 % – avec une tendance à la hausse des distributions pour les années à venir.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	L'indice des fonds immobiliers SWIIT (+9.7 %), essentiellement composé d'immeubles de rendement résidentiels, a affiché une bonne performance en 2025. Toutefois, le potentiel de hausse des cours est désormais faible.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	Avec une croissance de 4 % pour le seul mois de décembre, notre complément Swiss Prime Site s'est bien intégré dans le secteur de l'immobilier et des infrastructures.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	L'indice suisse des fonds immobiliers (CHREF) évolue pratiquement à son plus haut niveau historique. Les 12 derniers mois ont généré un rendement de +8.4 %.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Plusieurs actions d'infrastructures restent également des éléments importants dans nos solutions DecarbRevo, car elles poursuivent une stratégie de décarbonisation.

Actions

L'intelligence artificielle dope les marchés



L'« indice mondial des actions » MSCI World 2025 en USD et en CHF (source : Bloomberg L.P. | graphique : Zugerberg Finanz)

En ce moment, l'intelligence artificielle (IA) continue de stimuler les marchés. Le PDG de la société d'IA OpenAI, Sam Altman, a déclaré « le niveau d'alerte rouge ». C'est son chat GPT qui avait déclenché le boom actuel il y a trois ans. Mais d'autres entreprises ont également fait des progrès, et OpenAI panique, et pas seulement à cause de la concurrence chinoise et européenne. Le moteur de recherche Google a développé une solution d'IA de pointe dotée de puces à haute performance, ce qui l'a propulsé en tête de la concurrence.

La quête de capitaux et de talents se poursuit, tandis que les petites entreprises rivalisent avec les puissants monopoles américains de la tech, qui impriment de l'argent plus vite que la Fed pendant la pandémie. Meta (Facebook) en fait également partie. Selon certaines informations, Mark Zuckerberg envisagerait de réduire de 30 % ses dépenses en faveur du Metaverse et d'acheter des puces IA moins onéreuses à Google plutôt qu'à Nvidia, ce dans le but de concentrer ses ressources sur la victoire dans la course à l'IA.

On assiste-là au comportement caractéristique de la Silicon Valley : la « coopération », soit le fait de coopérer avec une entreprise dans certains domaines et de lui faire concurrence dans d'autres. Personne ne peut dire même à mots couverts ce que signifie gagner cette course. Mais ceux qui ont déjà tout misé sur l'IA savent que la défaite n'est pas une option. Ainsi, la concurrence devient de plus en plus intense. Il vaut la peine de réfléchir sur le fait qu'un tel phénomène ne s'est encore jamais produit dans l'histoire. S'il est vrai que les entreprises les plus puissantes du monde ont leur siège en Californie, elles ne se limitent toutefois plus à exploiter leurs monopoles. Elles utilisent les meilleurs talents intellectuels au monde dans le domaine de la tech et investissent des sommes inédites dans une course vers l'inconnu, sans

garde-fous, sans airbags et sans garanties.

La concurrence menace également depuis la Chine : après les premiers développeurs d'IA DeepSeek et Moonshot AI, ce sont désormais plus de 500 modèles linguistiques qui proposent leurs services aux clients. Pékin a signifié aux groupes technologiques comme Tencent, Alibaba et Bytedance (TikTok) de remplacer les puces Nvidia par des solutions locales de Huawei, Xiaomi, Moore Threads et Cambricon. Le gouvernement lui-même va injecter près de 50 milliards de dollars dans ce secteur ces cinq prochaines années afin de se détacher des États-Unis. Cela attise la spéculation en Chine, raison pour laquelle les actions chinoises prennent l'ascenseur : Moore Threads, par exemple, est évalué à près de 40 milliards de dollars en bourse, malgré le fait qu'il n'ait réalisé l'année dernière qu'un chiffre d'affaires légèrement supérieur à 100 millions de dollars – et qu'il ait enregistré une perte presque aussi importante. On peut se demander si l'entreprise réalisera un jour des bénéfices.

Sauf si l'on est un expert en technologie de pointe, on est confronté à de nombreuses informations difficiles à situer. Par exemple, il y a deux semaines environ, Nvidia a annoncé des données de référence dix fois plus rapides que celles des modèles chinois DeepSeek et Moonshot AI. Nvidia propose un « co-design » extrême entre puces, réseaux et logiciels. La question déterminante consiste à savoir si ces chiffres offrent de la liberté aux utilisateurs ou s'ils constituent seulement une forme plus lucrative de fidélisation. En même temps, nous devons dire adieu à l'idée de petits progrès. Nous vivons actuellement une accélération technologique que l'humanité n'avait jamais connue dans toute son histoire. Il en résulte un potentiel de productivité dont nous ne pouvons même pas nous représenter l'étendue.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Le marché boursier suisse a achevé l'année 2025 avec une hausse de +14.1 %, l'écart entre Holcim (+75 %) et Sika (-25 %) étant très important.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Dans l'indice Stoxx Europe 600 (+16.1 % en CHF), les banques (+67 %), les services publics (+28 %) et les assurances (+25 %) ont été les grands gagnants, alors que l'automobile, la chimie et les médias ont été les grands perdants.
Actions Etats-Unis	→↗	→↗	De nombreuses actions telles que Apple (-5 % en CHF), Amazon et Netflix (-8 % chacune), Berkshire (-3 %) et Microsoft (0 %) ont enregistré des performances inférieures à celles d'Alphabet (+44 %) et de Nvidia (+21 %).
Actions Pays émergents	↗	↗	En Chine, les cours des actions liées à l'IA ont notamment connu une hausse spéculative, les bénéfices ont chuté et le marché intérieur lutte contre des tendances déflationnistes.

Placements alternatifs

De nouveaux jalons

Pour un portefeuille, le défi consiste à exploiter les bonnes opportunités de diversification. Lorsque tous les titres d'un portefeuille évoluent dans la même direction, il n'y a pas de diversification. En 2025, la plupart des hausses de cours dans le MSCI World ont été réalisées avec des actions qui étaient liées d'une manière ou d'une autre à l'IA. Le problème, c'est que dans de nombreux cas, la hausse des cours n'avait rien à voir avec une augmentation des bénéfices. C'est pourquoi un nouveau recul est également possible. Des alternatives sont recherchées.

Dans la doctrine classique du portefeuille, on ne traitait que de la combinaison d'actions et d'obligations. L'immobilier était déjà considéré comme une alternative. Les dernières décennies ont également prouvé son importance dans la diversification des placements réels. Depuis deux décennies environ, la catégorie d'actifs « Infrastructures » s'est également développée, avec des caractéristiques précieuses qui contribuent également à la diversification.

Les matières premières en tant que placement alternatif peuvent être subdivisées en différents sous-thèmes : pétrole et gaz, métaux industriels et précieux, denrées alimentaires et cryptomonnaies. Avec le bitcoin, nous avons identifié une telle opportunité, mais il a évolué de manière décevante en 2025 (-18 % en CHF). Depuis 2008, l'évolution du prix du bitcoin suit un schéma : deux années de hausse, deux années de baisse. Sur le plan technique, rien n'indique actuellement que « l'or numérique » pourrait connaître un renversement de ce schéma. Depuis le record atteint le 6 octobre, la baisse a été particulièrement importante (-30 %). En revanche, les métaux précieux ont connu une reprise (or +50 % en CHF) et les achats d'or par les banques centrales des pays émergents tels que la Pologne, le Kazakhstan, le Brésil et la Chine se poursuivent.

Les cours du pétrole brut ont enregistré une baisse de 22 % en dollars (-31 % en CHF). L'intervention des États-Unis au Venezuela n'y change rien. Bien au contraire : Donald Trump veut récupérer les droits énergétiques. Le conflit portait essentiellement sur la ceinture pétrolière vénézuélienne de l'Orénoque, l'une des deux régions du monde les plus riches en pétrole lourd et extra-lourd. C'est également une région où les géants pétroliers américains comme ExxonMobil, Chevron et Conoco-

Phillips sont actifs depuis longtemps. Leurs raffineries au Texas sont spécialisées en pétrole lourd et devraient désormais fonctionner à nouveau à plein rendement. En 2007, Hugo Chavez avait ordonné le transfert d'une participation majoritaire dans tous les projets de l'Orénoque à l'entreprise publique vénézuélienne PDVSA. De plus, le Venezuela est riche en plusieurs minéraux, notamment en terres rares, qui sont essentielles pour les technologies modernes. Les États-Unis veulent s'assurer un accès stratégique à ces ressources.

Toutefois, nous ne recherchons pas principalement la diversification dans les matières premières, mais plutôt dans les investissements sur les marchés privés. 2026 devrait être une bonne année pour les investissements sur les marchés privés orientés sur le long terme, et permettre ainsi d'obtenir l'effet de diversification escompté dans l'ensemble du portefeuille. La baisse des taux d'intérêt s'accompagne d'une amélioration des valorisations. Le volume des transactions a connu une évolution réjouissante au quatrième trimestre 2025 et a démarré la nouvelle année avec confiance. Cela devrait se traduire par des revenus supplémentaires importants pour les gestionnaires du marché privé tels que KKR, Blackrock, Apollo, EQT, Partners Group et HBM Healthcare Investments.

Les investissements sur les marchés privés revêtent également de l'intérêt en raison de leur rôle croissant dans le financement des fonds propres (private equity) et des capitaux empruntés (private credit) dans les domaines des infrastructures, de l'énergie, des centres de données et de l'IA. De nombreuses entreprises apprécient de poursuivre leur croissance loin des rapports trimestriels boursiers sur les clients, les marges, les bénéfices, etc.

Alors qu'en 2004, les entreprises n'entraient en bourse que huit ans environ après leur création, la durée de leur présence hors bourse a doublé au cours des vingt dernières années. De plus, les entreprises à la pointe de la technologie comme OpenAI, spécialisée dans l'intelligence artificielle, et SpaceX, active dans le domaine spatial, peuvent également mener des tours de financement attractifs, même si cela fait longtemps que leur valorisation a nettement dépassé celle de Roche ou Nestlé.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	↘	→↗	La ceinture minière de l'Orénoque recèle les plus importantes réserves d'or au monde. Si celles-ci, d'une valeur de 880 milliards de francs suisses, étaient exploitées, cela transformerait le marché de l'or.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	L'argent a continué à progresser dès le début du mois de janvier. Début 2025, l'once coûtait encore environ 30 dollars, contre plus de 80 dollars aujourd'hui.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	Les risques liés aux emprunts dans le domaine de l'assurance constituent de véritables diversifications et sont utilisés dans nos solutions de libre passage axées sur le long terme.
Private Equity	↗	↗	En 2026, les transactions dans le domaine des fusions et acquisitions devraient continuer à s'accélérer et générer de bons résultats pour les gestionnaires du marché privé tels que Partners Group.

Données du marché

Classe d'actifs		Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)		
Actions		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
SMI	CHF	13'267.5	+3.4%	+14.4%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	18'219.5	+3.2%	+17.8%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	24'490.4	+2.6%	+21.6%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	8'149.5	+0.3%	+9.4%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	44'944.5	+3.5%	+30.0%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	9'931.4	+2.6%	+14.1%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'791.4	+2.1%	+17.3%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	48'063.3	-0.5%	-1.3%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'845.5	-1.2%	+1.7%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	23'242.0	-1.7%	+5.2%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	50'339.5	-1.4%	+10.9%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	85'220.6	-2.4%	-9.3%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'430.4	-0.5%	+4.4%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'404.4	+1.5%	+14.1%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligations (divers)		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	151.7	-0.8%	-1.0%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.5	-0.5%	+2.5%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	379.5	+0.4%	+5.4%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	287.8	0.0%	+5.9%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Emprunts d'Etat		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	186.4	-1.5%	-0.2%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	138.6	-0.7%	+1.7%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.9	-0.9%	-1.8%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Obligations d'entreprise		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.3	-0.5%	+0.7%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	189.9	-0.6%	+3.1%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	632.2	+0.1%	+4.0%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.0	-0.4%	+0.7%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	311.2	+0.1%	+2.8%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Placements alternatifs		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
Or Spot CHF/kg	CHF	110'066.6	+0.5%	+43.8%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	109.7	-1.8%	-2.9%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'983.0	+0.7%	+9.9%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Devises		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
Dollar / franc suisse	CHF	0.7917	-1.5%	-12.8%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / franc suisse	CHF	0.9306	-0.2%	-1.0%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5062	-1.6%	-12.1%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0665	+0.3%	-6.1%	+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 31/12/2025 ; données économiques au 31/12/2025 ; pronostics économiques au 31/12/2025. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.