



Un début d'année difficile

L'économie mondiale ne montre toujours aucun signe de faiblesse. La croissance mondiale continue à faire preuve de robustesse, avec l'Inde qui affiche la plus forte croissance de tous les pays du G20. L'économie européenne connaît également une reprise sensible, alors qu'aux États-Unis, on observe un ralentissement notable. Le continent asiatique reste la région qui affiche la plus forte croissance, et il est intéressant de constater que cette zone s'étend du Moyen-Orient à l'Extrême-Orient en passant par l'Inde, où l'on assiste à une vague impressionnante d'automatisation en raison de la démographie en berne.

Les investisseurs se cassent les dents sur les développements géopolitiques. Il ne fait aucun doute que les risques ont augmenté depuis le

début de l'année, notamment en raison de l'escalade des conflits au Proche-Orient. En particulier pour les actions américaines, les primes de risque ont augmenté. La question de savoir comment l'intelligence artificielle (IA), cette « technologie du siècle », impactera la productivité, l'emploi et divers processus de travail, demeure totalement ouverte.

Il est probable que les gains de productivité ne seront pas générés aussi rapidement et dans une ampleur telle que certains analystes l'avaient envisagé ces dernières semaines dans leurs scénarios catastrophes liés à l'IA. Les fluctuations d'humeur marqueront sans doute les événements dans un avenir proche, et comme souvent, des aspects guerriers viendront s'y ajouter lorsque l'ordre mondial changera fondamentalement.

Mouvement haussier en février

Après avoir enregistré une légère baisse fin janvier, les portefeuilles sont désormais tous en hausse. La progression a été nettement moins importante dans la classe de risque la plus faible (+1.5 %) que dans les classes de risque supérieures (+2.5 % et +5.8 % respectivement). Au cours des 30 derniers jours, le Swiss Market Index (SMI) a oscillé fortement entre son plus bas niveau atteint le 28 janvier (13'023) et son plus haut niveau atteint le 27 février (14'014), la hausse de l'indice étant principalement due aux trois poids lourds.

En revanche, l'indice mondial des actions n'a progressé que de manière limitée en février (+0.4 %), passant de -0.6 % à -0.2 % (en CHF). La faiblesse du dollar (-2.9 %) et la mauvaise santé des actions liées à la technologie et aux logiciels, qui représentent pratiquement 40 % de l'indice mondial des actions, continuent de peser sur les marchés.

En février, le rendement n'a pas seulement dépendu de la part des actions, mais aussi du contexte national et sectoriel. Les portefeuilles comptant davantage d'actions technologiques et logicielles ainsi que des Commodities comme le bitcoin (-25 %) n'ont pas connu une hausse aussi forte que les portefeuilles fortement pondérés en actions du

secteur de la santé (Novartis, Roche) et des biens de consommation (Nestlé).

Au sein de la stratégie qui compte la plus faible part d'actions (Revo1), la performance a bénéficié de la bonne évolution des obligations et s'élève à +1.1 %. Dans les stratégies Revo4 et Revo5, plus axées sur les actions, le rendement mensuel en février s'est élevé respectivement à +2.3 % et +2.5 %. Le RevoDividendes, axé sur les dividendes, a progressé en février (+5.8 %) de manière similaire au SMI et affiche une hausse de +4.8 % depuis le début de l'année. Il reste important de souligner que ces solutions axées sur les dividendes existent également dans le domaine de la prévoyance liée (3a, libre passage) où elles sont particulièrement intéressantes, car les revenus élevés des dividendes ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu. Les changements de stratégie sont mis en œuvre rapidement et pratiquement sans frais. Les solutions DecarbRevo ont poursuivi leur bon début d'année en février. Cette performance continue à être portée par les actions liées à l'énergie et aux infrastructures énergétiques, telles que ABB et l'espagnole Acciona, l'allemande E.ON, la britannique SSE et la française Engie. Ces actions ont propulsé les stratégies DecarbRevo vers des niveaux élevés.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Février 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz R1	+1.3% ↗	+0.8% ↗
Zugerberg Finanz R2	+1.4% ↗	+0.3% ↗
Zugerberg Finanz R3	+2.0% ↗	+0.7% ↗
Zugerberg Finanz R4	+2.3% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz R5	+2.5% ↗	+0.7% ↗
Zugerberg Finanz RDividendes	+5.9% ↗	+4.8% ↗
Zugerberg Finanz Revo1	+1.5% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz Revo2	+1.5% ↗	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz Revo3	+2.0% ↗	+0.9% ↗
Zugerberg Finanz Revo4	+2.3% ↗	+1.3% ↗
Zugerberg Finanz Revo5	+2.5% ↗	+1.0% ↗
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+5.8% ↗	+4.8% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+3.7% ↗	+8.1% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+4.5% ↗	+10.1% ↗
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+5.1% ↗	+11.3% ↗

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Février 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.6% ↗	+0.5% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+1.0% ↗	+0.4% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+1.2% ↗	+0.2% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+1.4% ↗	+0.2% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+1.8% ↗	+0.7% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage R5	+2.5% ↗	+0.7% ↗
Zugerberg Finanz Libre passage RDividendes	+5.9% ↗	+4.8% ↗

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Février 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.5% ↗	+1.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.5% ↗	+0.6% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+2.0% ↗	+0.9% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+2.3% ↗	+1.3% ↗
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+2.5% ↗	+1.0% ↗
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+5.8% ↗	+4.8% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+3.7% ↗	+8.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+4.5% ↗	+10.1% ↗
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+5.1% ↗	+11.3% ↗

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

Macroéconomie

Vents favorables et contraires sur le plan macroéconomique



Généré par AI

Bien que nous ayons démarré l'année 2026 sur des perspectives optimistes, à peine deux mois après le début de l'année, bon nombre de nos hypothèses sont remises en question. Notre évaluation relativement optimiste se fondait sur l'hypothèse selon laquelle les vents contraires macroéconomiques de 2025 liés à la politique fiscale, aux incertitudes économiques et géopolitiques ainsi qu'à la politique monétaire et de crédit – allaient se transformer en vents favorables. De plus, le boom de l'IA, avec tous les investissements dans les centres de données, semblait inexorable.

Désormais, chacune de ces hypothèses semble plus incertaine au vu de la recrudescence de la volatilité politique. Le président américain semble intensifier les frappes militaires contre l'Iran, ce qui accroît les risques géopolitiques et propulse les prix du pétrole vers le haut, du moins temporairement. En nommant Kevin Warsh, critique de la Fed, à la présidence de l'institution, Donald Trump a également attisé les incertitudes sur le plan monétaire. Désormais, chacune de ces hypothèses semble plus incertaine au vu de la recrudescence de la volatilité politique. Le président américain semble intensifier les frappes militaires contre l'Iran, ce qui accroît les risques géopolitiques et propulse les prix du pétrole vers le haut, du moins temporairement. En nommant Kevin Warsh, critique de la Fed, à la présidence de l'institution, Donald Trump a également attisé les incertitudes sur le plan monétaire. Il n'est pas non plus totalement insensé d'imaginer que les banques réagissent à la demande du gouvernement américain de limiter les taux d'intérêt des cartes de crédit à seulement 10 % en limitant fortement l'octroi de crédits aux personnes à faibles et moyens revenus. Quoiqu'il en soit, la Maison Blanche se fait déjà du souci au sujet de l'« économie K », car la majeure partie de la population ne profite toujours pas de l'« âge d'or » prophétisé. Cela explique pourquoi la cote de popularité du président américain a chuté en l'espace d'un an. Jusqu'à il y a peu, l'avenir ne semblait pas si sombre : aux États-Unis, les

prix de l'essence sont repassés sous la barre des 3 dollars le gallon pour la première fois depuis des mois. Avec son intervention militaire au Venezuela, la Maison Blanche s'est assurée l'accès au plus grand gisement de pétrole lourd au monde, quasiment à ses portes.

Pourtant, la guerre contre l'Iran génère, au moins à court terme, une pression inflationniste susceptible d'influencer de manière significative les décisions de politique monétaire. Dans la perspective des élections de mi-mandat dans huit mois environ, le gouvernement américain est soumis à une forte pression de la part de la « Main Street » pour honorer trois promesses : une inflation modérée, la stabilité de l'emploi et des prix favorables aux consommateurs. À plus long terme, cela pourrait effectivement arriver si l'OPEP augmentait sa production. Si en Iran, l'émergence d'un éventuel nouveau régime libéral devait aboutir à une suppression des sanctions, des prix plancher de 40 dollars et un vent favorable pour l'économie mondiale seraient envisageables.

L'économie européenne évolue plus calmement. Si l'on considère l'Amérique du Nord et l'Europe ensemble, 50 % de la performance économique mondiale reste, sous l'angle économique, dans l'Occident global. Toutefois, son unité est en train de s'effriter. L'union entre la Chine, la Russie, la Corée du Nord et l'Iran a engendré dans une certaine mesure un « Est global », une sorte de contre-projet au système qui représente une part de 25 % de l'économie mondiale. Désormais, l'Iran, une économie de 90 millions d'habitants, pourrait se retirer de cette alliance et affaiblir ainsi la Russie et la Chine. L'Inde tente de suivre sa propre voie afin de devenir la troisième économie mondiale. Quant aux États et aux entreprises européens, malgré leur rapprochement avec l'Inde et son marché intérieur, ils restent tributaires de leur coopération avec la Chine. Des décennies d'investissements ont engendré une interdépendance étroite le long des chaînes d'approvisionnement mondiales. Dans le même temps, les entreprises chinoises comptent parmi les plus importants investisseurs, en particulier en Europe centrale et orientale.

Région	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Les Suisses travaillent pour gagner leur argent ; les Américains font travailler leur argent pour eux et dominent de plus en plus le marché boursier suisse.
Zone euro, Europe	↗	↗	L'Europe ne manque pas de bourses qui fonctionnent, mais de courage pour investir des capitaux dans des entreprises innovantes : 43 % du DAX appartient à des investisseurs américains.
Etats-Unis	↗	↗	Les statistiques du marché du travail ont été tellement révisées par le passé que les données actuelles ne peuvent pas vraiment être interprétées correctement.
Reste du monde	↗	↗	Le président Xi Jinping souhaite absolument maintenir la croissance encore modérée en Chine, en menant une politique monétaire et budgétaire plus expansionniste.

Liquidités, devises

Une inflation qui reste faible



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

Le franc suisse reste une monnaie forte. L'inflation est pratiquement à zéro, raison pour laquelle la Banque nationale suisse ne devrait pas modifier son taux directeur de 0 % lors de son examen de la situation économique et monétaire dans trois semaines. L'appréciation du franc par rapport au dollar et à l'euro observée au cours des deux premiers mois devrait désormais céder place à une période de stabilité de plusieurs mois.

Dans l'ensemble, l'attractivité du dollar en tant que valeur refuge diminue, car les actions américaines semblent plus risquées, alors que les actions d'autres pays s'améliorent. Voilà une observation faite l'année dernière, qui s'est confirmée au cours des deux premiers mois de 2026. Une devise américaine moins attractive renforce l'incitation pour les investisseurs mondiaux de réduire leur exposition au dollar.

C'était d'ailleurs également le cas pendant la période de la bulle technologique du début des années 2000. Il est parfaitement possible que le dollar baisse à nouveau en cas de chute des cours des actions, à l'instar de ce qui s'est passé lors de la phase dotcom de 2002, quand les actions avaient connu un meilleur sort qu'ailleurs. Néanmoins, il y avait également eu à l'époque une série de nouvelles négatives concernant les actions américaines. Aujourd'hui en revanche, le leadership technologique américain reste intact dans divers secteurs et les chiffres d'affaires et les bénéfices augmentent rapidement.

La concentration du marché boursier américain sur l'IA et les risques de cannibalisation en lien avec cette forme de technologie pèsent sur les États-Unis, tandis qu'une politique budgétaire accommodante profite aux actions dans le reste du monde. Toutefois, en de nombreux endroits, le prix élevé de la couverture du risque de change est négligé.

Au cours des 12 derniers mois, les coûts de couverture du risque de change ont été supérieurs à 4 % en moyenne (franc suisse par rapport au dollar), et il est bien possible qu'ils tombent en dessous de cette barre ces 12 prochains mois, même s'ils resteront certainement substantiels.

La décision d'augmenter les taux de couverture est indépendante des réflexions géopolitiques plus générales qui pourraient conduire à une diversification bien éloignée de la devise américaine. Certains analystes maintiennent leur évaluation pessimiste du dollar, car la devise pourrait avoir perdu sa position particulière sur le plan du rendement, de la croissance et de la sécurité. L'Europe rêve même de souveraineté numérique.

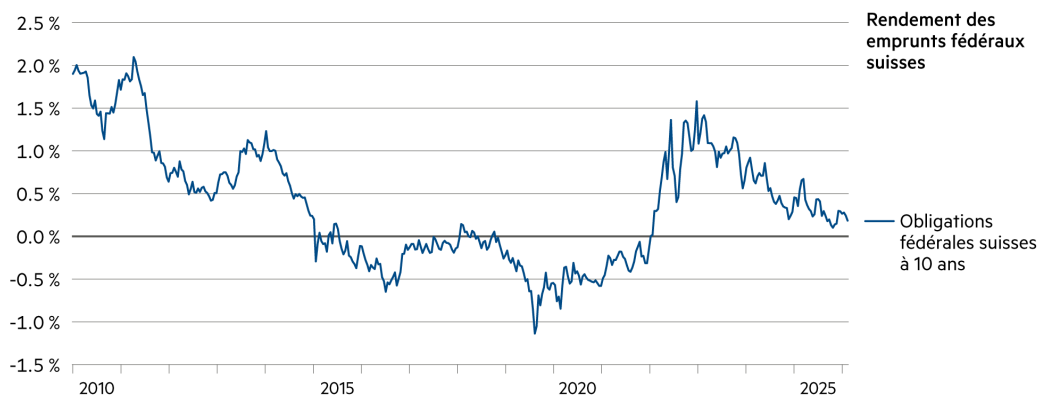
Nous ne nous laissons pas guider par des rêves et ne nous engageons pas non plus dans des scénarios fictifs, tels que ceux récemment diffusés par Citrini Research. La confiance des marchés pourrait s'avérer fragile, et la crainte d'une disruption en lien avec l'IA peut encore se transformer en une aversion généralisée pour le risque dans de nombreux secteurs.

Il n'en demeure pas moins que la domination technologique d'entreprises américaines comme Microsoft, Google, Amazon, Nvidia et AMD est le fruit de décennies d'investissement dans l'innovation et de leur capacité à fidéliser des collaborateurs innovants et (hautement) qualifiés grâce à des rémunérations généreuses. On peut le constater même dans un pays à hauts salaires comme la Suisse, où près de 10'000 personnes travaillent pour des entreprises technologiques américaines, dont 6'000 rien qu'à Zurich pour Google, la plupart étant en possession d'un diplôme universitaire.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Les taux de swap SARON, importants dans le secteur bancaire, sont tous négatifs pour des durées comprises entre un mois et trois ans, la plupart d'entre eux proches des -0.1 %.
Euro / Franc suisse	→	→↗	Au cours des 12 derniers mois, le taux de change EUR/CHF a perdu environ 3 %. Dernièrement, l'euro s'échangeait à 0.91 franc suisse, avec de faibles fluctuations.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	Début mars, le dollar s'est renchéri d'environ 1 % en raison de la crise au Proche-Orient. Cela va dans le sens des scénarios de la BNS en matière de politique monétaire.
Euro / Dollar américain	→	↗	Fin février, l'EUR/USD s'établit à 1.18, soit un niveau pratiquement inchangé par rapport au début de l'année. La guerre en Iran devrait renforcer (temporairement) le dollar.

Obligations

Des taux directeurs bas en Suisse



Le rendement des obligations suisses à dix ans (Source : Bloomberg L.P. ; données du 1er janvier 2010 au 28 février 2026 | Graphique : Zugerberg Finanz)

Sur le plan de la politique monétaire, on constate que les taux directeurs dans la zone euro ont un effet neutre, ce qui est approprié au vu des taux d'inflation modérés. En Suisse, les taux directeurs sont plutôt bas, ce qui est imputable au renforcement du franc suisse. Tout comme les taux d'inflation locaux, les taux d'intérêt directeurs sont pratiquement nuls. D'un point de vue historique, les perspectives de rendement des obligations sûres restent faibles. L'obligation de la Confédération à dix ans, notée AAA, rapporte un peu moins de 0.2 % par an.

Avec une perspective de rendement cumulé de 2 % pour les dix années à venir, il n'y a pas beaucoup d'investisseurs satisfaits, d'autant plus que l'obligation de référence à long terme de la Confédération subit d'importantes fluctuations de cours. C'est pourquoi, sur le plan du risque ajusté, il est judicieux de représenter la partie stable du portefeuille non pas avec des obligations d'État et des lettres de gage, mais avec un panier largement diversifié d'obligations d'entreprises.

Cela est difficile à réaliser avec des obligations individuelles. Nombreuses sont les entreprises suisses à se refinancer sur le grand marché des capitaux en euros. Près de 14'000 obligations d'entreprises y sont cotées, mais 86 % d'entre elles le sont dans des tranches institutionnelles, c'est-à-dire avec un investissement minimum de 100'000 euros. Pour certaines, le volume minimum est de 200'000 euros, voire plus, raison pour laquelle elles ne peuvent pas être négociées par des investisseurs privés.

Cette situation est imputable au législateur qui, comme souvent sur le marché des capitaux, souhaite dans la mesure du possible protéger les investisseurs contre des risques soi-disant trop importants pour eux. Il est intéressant de constater que ces restrictions ne s'appliquent pas aux

obligations d'État. Par exemple, en Italie, elles peuvent être achetées par coupures de 100 euros à n'importe quel guichet postal. Il serait espiègle de penser aux besoins de financement de l'État sur le marché obligataire.

Le droit de résiliation constitue également un élément important. Aux États-Unis en particulier, mais aussi en Europe du Nord, de nombreuses obligations prévoient un droit de résiliation spécifique pour l'émetteur. Cette clause « make whole » revêt toutefois de l'importance, car elle permet à l'entreprise de lancer une obligation à long terme. Les obligations d'entreprise à 20 et 30 ans ne sont pas une rareté, mais elles excluent la négociabilité pour les investisseurs privés.

C'est pourquoi, le monde de l'investissement obligataire se réduit pratiquement sous le poids de la réglementation aux fonds actifs et aux ETF passifs, même pour les obligations d'entreprise bénéficiant d'une notation élevée. Les véhicules passifs pâtissent du fait de devoir refléter le marché. Quand, comme c'est le cas actuellement, des obligations liées aux centres de données sont émises à grande échelle, elles sont toutes intégrées dans l'ETF. Ce faisant, le caractère d'un ETF peut se transformer fondamentalement en relativement peu de temps.

Nous en avons fait l'expérience : adopter une approche active sur le marché obligataire en vaut la peine. D'ailleurs, nous n'avons pas suivi la vague récente d'émissions liées aux centres de données. Bien au contraire : nous avons réduit les risques de manière proactive. En tant que gestionnaire de portefeuille intégral couvrant plusieurs classes d'actifs, il est tout à fait justifié de limiter au bon moment les risques cumulés d'un secteur qui pourraient se manifester simultanément au niveau des actions et des obligations.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→	Avec des taux d'intérêt bas et un endettement public en augmentation, la fonction sécuritaire des obligations d'État dans un portefeuille multi-classes d'actifs est en train de s'éroder.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les eurobonds restent une idée contestable. Les obligations d'entreprises offrent davantage de substance et la possibilité de rendements plus élevés.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Le contexte fondamental est favorable aux obligations d'entreprises de bonne qualité, d'autant plus que le spectre de l'inflation s'est dissipé.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Un solide début d'année

Le Zugerberg Income Fund (+1.3 %) et le Credit Opportunities Fund (+0.6 %) affichent déjà une nette progression après deux mois, avec une faible volatilité. Nous continuons à discerner des opportunités de rendement pour la suite de l'année. En particulier, le marché des obligations à haut rendement est clairement devenu au cours de ces dernières années un marché de haute qualité, qui offre désormais une combinaison convaincante de rendements attractifs, de risques de perte réduits, de liquidité quotidienne et de rendements élevés sur différents cycles économiques. Ainsi, en 13 ans, 100 francs sont devenus environ 140 francs.

Le Credit Opportunities Fund (COF), qui est toutefois engagé à plus de 30 % dans le domaine des obligations investment grade, exploite le potentiel des obligations à haut rendement plutôt dans le segment supérieur conservateur, raison pour laquelle la notation moyenne est relativement élevée, à BB+. Quant au Zugerberg Income Fund, il reste clairement orienté sur les obligations d'entreprises bénéficiant d'une notation encore plus élevée (A-).

Dans la partie précédente, nous avons abordé les risques cumulés. Prenons par exemple un fournisseur de services Cloud comme Oracle, qui doit financer ses projets d'expansion pharaoniques dans le domaine des centres de données. Le financement interne par le biais des flux de trésorerie librement disponibles provenant des activités courantes est limité, car les plans d'investissement sont plus importants que les fonds libérés. Par conséquent, l'entreprise décide d'opter pour un financement externe.

Celui-ci peut être effectué grâce à l'émission d'actions, ce qui engendre toutefois une dilution des bénéfices pour les actionnaires existants. Le financement peut également se faire par l'émission d'obligations, ce qui augmente temporairement les charges d'intérêts et réduit également les perspectives de bénéfices, mais dans une moindre mesure que dans le cas d'une émission d'actions.

C'est dans un tel contexte, qu'Oracle a émis environ 50 milliards de dollars d'obligations au cours des neuf derniers mois. D'autres émissions devraient s'y ajouter dans les années à venir. Toutefois, certains investis-

seurs sont devenus plus sceptiques quant aux perspectives de rentabilité, raison pour laquelle de nombreuses obligations Oracle se négocient déjà bien en dessous de leur prix d'émission, quelques mois seulement après leur émission. Le cours de l'action est désormais inférieur de 56 % à celui d'il y a environ cinq mois. C'est exactement ce risque cumulé (baisse du cours des actions + baisse du cours des obligations pour la même entreprise) qu'il convient d'éviter.

Les personnes en Suisse qui ont vécu la faillite du groupe SAir (durant les toute premières années de Zugerberg Finanz) voient bien de quoi il s'agit. À l'époque, les actions avaient dégringolé rapidement, mais les obligations avaient également perdu énormément de valeur, pour perdre finalement toute valeur.

Un risque cumulé peut également exister pour tout un secteur, par exemple en raison des craintes entourant l'IA générées à l'échelle mondiale suite à un seul rapport d'analyse publié le 12 février, qui estimait que les entreprises de logistique deviendraient obsolètes. Ce mouvement a concerné par exemple, Kühne+Nagel (-13 % en quelques heures) du côté des actions et Scan Global Logistics du côté des obligations. Les obligations de cette dernière ont rapidement chuté à 90 % au cours de ces mêmes heures de surréaction. Depuis lors, les actions et les obligations se sont en grande partie reprises, néanmoins : un gestionnaire de fortune n'est en mesure de contrôler le risque cumulé que s'il connaît dans les moindres détails chacune des obligations comprises dans le fonds ou l'ETF. Actuellement, on estime que près de 20 % des émissions sur le marché obligataire américain en 2026 concerneront des activités liées aux centres de données.

Cela peut être positif pour les investisseurs en ETF, même si la certitude y relative est certainement inférieure. Quant à nous, nous répartissons en revanche activement nos obligations d'entreprises entre environ 18 secteurs. Il en résulte une meilleure diversification sectorielle. La résilience n'est pas nécessaire lorsque tout va bien, mais plutôt lorsqu'un secteur particulier est soudainement soumis à une forte pression. C'est là que réside selon nous la valeur de la sélection active avec nos propres solutions obligataires.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2025 (rendement sur toute l'année)	+1.3 %	+0.6 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-5.4 % (-0.7 %)	+39.7 % (+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)	93 PB (+2 PB)	358 PB (-64 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

Des hausses de cours importantes en deux mois

En Suisse, notre sélection d'actions immobilières a connu une importante évolution au cours des deux premiers mois. Les actions des entreprises d'infrastructures opérant principalement à l'international ont également affiché une performance largement supérieure à la moyenne du marché. Les titres de Flughafen Zürich ont connu une évolution solide, tandis que BKW a subi un revers lié à des amortissements.

Notre sélection immobilière suisse a produit des résultats réjouissants depuis le début de l'année. Swiss Prime Site (+19 %), PSP Swiss Property (+15 %) et Mobimo (+9 %) ont enregistré une croissance supérieure à la moyenne depuis le début de l'année. L'indice suisse des fonds immobiliers (CHREF) est resté modéré avec un rendement de +1.4 %, mais il est tout de même légèrement supérieur à l'indice SXI Real Estate Funds (+1.1 %) calculé par la Bourse suisse.

Flughafen Zürich, avec ses près de 150 biens immobiliers et sa concession qui lui permet d'exploiter un aéroport international, est une entreprise « hybride » qui combine des éléments d'une société immobilière et d'une société d'infrastructure. Au cours des quatre prochaines années, les redevances aéroportuaires seront réduites d'environ 10 %. Dans le même temps, Flughafen AG est théoriquement assuré d'obtenir un bon retour sur investissement, ce qui réjouira les actionnaires dans les années à venir. Cette année, l'action, normalement peu sujette aux fluctuations, a déjà enregistré une nouvelle hausse significative (+5 %) et a atteint récemment son plus haut niveau historique. À cela s'ajoute une forte augmentation du dividende au printemps.

La seule surprise négative dans notre allocation d'actions immobilières et d'infrastructures a été causée par BKW (-10 %), car la société a procédé à une dépréciation importante au cours de l'exercice 2025 en raison d'une correction de valeur de près de 110 millions de francs suisses sur sa participation de 33 % dans la centrale à charbon allemande de Wilhelmshaven. Cela est dû aux nouvelles conditions du marché de l'électricité, à la baisse de la production et à la moindre volatilité des prix.

Les actions liées aux infrastructures ont affiché des performances très positives, à l'image d'Enel (+15 %). De 2026 jusqu'à 2028 inclus, le fournisseur d'énergie va investir 53 milliards d'euros, dont une grande partie sera consacrée à l'extension du réseau énergétique et à l'élargissement du portefeuille avec de l'énergie éolienne et des accumulateurs. La participation aux bénéfices des actionnaires devrait également augmenter, avec un dividende en hausse de près de 6 % par an au cours des trois prochaines années. Ce faisant, l'action Enel demeure l'une des valeurs les plus intéressantes parmi les grands fournisseurs d'énergie européens, avec un dividende élevé, une orientation claire vers les réseaux rentables et les énergies renouvelables, ainsi qu'une valorisation qui n'est pas encore arrivée à maturité.

Deux autres groupes d'infrastructures qui ont bien démarré la nouvelle année sont Vinci (+17 %) et Veolia Environnement (+21 %). Vinci réalise près de deux tiers de son bénéfice d'exploitation grâce à des concessions de routes à péage et d'aéroports de premier plan. Veolia est le premier fournisseur mondial de solutions environnementales (eau, déchets, énergie) pour les ménages, les entreprises et les pouvoirs publics. Son action a poursuivi récemment son importante tendance haussière et s'établit comme un titre stable et à forte croissance. La stratégie « GreenUp » (2024 à 2027) se concentre sur la décarbonisation, l'adaptation au changement climatique et le retraitement de l'eau à travers le monde.

Engie (+29 %) est une action typique qui bénéficie indirectement du développement de l'IA sur le long terme. Le modèle d'affaires de l'approvisionnement en énergie est soumis à des risques inférieurs. Néanmoins, ces « entreprises du domaine de l'IA hors du champ des projecteurs » sont nettement moins chères et offrent des dividendes plus élevés.

D'ailleurs, nos solutions d'investissement dans le domaine de la décarbonisation profitent particulièrement de la tendance à la hausse des entreprises d'infrastructure énergétique. Depuis le début de l'année, celles-ci affichent une hausse comprise entre 8 % et 11 % selon la part d'actions (cf. DecarbRevo à la page 2).

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	Sur le long terme, il s'agit d'une classe d'actifs intéressante. L'assureur-vie Swiss Life détient dans son bilan, depuis 1897 (!), un immeuble collectif à Berne, qui constitue son investissement le plus ancien.
Surfaces de vente et de bureaux CH	↔↗	↗	Les valeurs réelles comme l'immobilier jouent un rôle essentiel au sein d'un portefeuille, et nous considérons le mélange entre immeubles résidentiels et commerciaux comme le plus attractif.
Fonds immobiliers CH	→	↔↗	L'immobilier est un stabilisateur dans un portefeuille. Toutefois, une sélection judicieuse est préférable à un fonds immobilier suisse passif (CHREF).
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Les valeurs liées aux infrastructures énergétiques, en particulier, ont affiché une évolution favorable au cours des deux premiers mois.

Actions

L'intelligence artificielle (IA) domine

L'euphorie suscitée par l'IA s'est progressivement transformée en crainte, qui se propage désormais à de nombreux secteurs. S'il est vrai que cette technologie de pointe est source de bouleversements, de nombreuses réactions nous semblent toutefois exagérées. Après seulement deux mois, le marché affiche déjà des tendances et des évaluations divergentes entre les différents secteurs.

Fournisseurs Cloud : Amazon (-9 %), Microsoft (-19 %) et Alphabet (pas de changement) : on ne sait pas encore si et quand les investissements pharaoniques dans le Cloud seront profitables. Le ratio « Current Cloud Backlog » (CCB), c'est-à-dire le carnet de commandes pour les futurs services Cloud, fait l'objet d'une stricte vigilance. Chez SAP (-18 %), le CCB n'a récemment augmenté « que » de 25 % au lieu des 26 % attendus, ce qui a provoqué une importante chute du cours de l'action.

Logiciels : après plusieurs années d'essor, la crainte selon laquelle les logiciels seraient remplacés par l'IA a gagné le monde entier. Microsoft et SAP ne sont que deux exemples parmi d'autres ; IBM, Salesforce, Oracle et Adobe en sont d'autres. Le plus grand distributeur de logiciels européen, Also (-24 %), en a également souffert. Pourtant, leurs solutions sont tellement intégrées dans le quotidien des entreprises, avec toutes leurs chaînes d'approvisionnement complexes, qu'aucun responsable financier ne peut se permettre d'y renoncer.

Technologie et énergie : trois entreprises européennes se livrent depuis des années à une course pour le leadership de nouveaux marchés prometteurs. Comme l'explique ABB (+21 % à un nouveau record historique), les efforts sont clairement axés sur l'électrification et l'automatisation, ce qui se reflète dans une nouvelle structure d'entreprise comprenant trois divisions et des opportunités commerciales et technologiques communes. Quant à Siemens, qui affiche une baisse de 5 % par rapport à son plus haut niveau historique et qui est l'action la mieux valorisée de l'indice allemand DAX, elle a récemment subi des pertes en raison de certaines considérations selon lesquelles son logiciel industriel serait menacé par l'IA. Schneider Electric (+18 %) reste certainement un bénéficiaire de l'importante demande en centres de données, comme (in)directement les petites capitalisations telles que VAT Group (+41 %) et Accelleron (+18 %).

Industrie et chimie du bâtiment : le groupe de matériaux de construc-

tion Amrize (+13 %), axé sur le marché américain, a débuté la nouvelle année dans un esprit de confiance. Holcim (-9 %) a connu une consolidation à un niveau élevé après la forte hausse de l'année précédente, imputable en partie aux incertitudes créées par l'UE sur le plan des conditions-cadres de la transition écologique dans l'industrie du ciment. Le groupe de chimie de construction Sika (-2 %) sort progressivement du creux de la vague. La hausse de son dividende et les prévisions de l'entreprise pour 2026 montrent la confiance des entrepreneurs. La stratégie et les objectifs de croissance jusqu'en 2028 ont été confirmés. Geberit (+5 %) se situe dans la moyenne du SMI.

Santé : les principaux groupes pharmaceutiques ont hissé le SMI vers le haut au cours des deux premiers mois. Roche (+12 %) et Novartis (+19 %) ont également surpassé le MSCI Healthcare. Le groupe ophtalmologique Alcon (+6 %) est parvenu à suivre le rythme du SMI. En revanche, le fournisseur pharmaceutique prometteur Lonza (aucun changement) est resté en deçà de nos attentes.

Télécommunications : voici un secteur gagnant. Sunrise (+16 %), Swisscom (+25 %) et Deutsche Telekom (+23 %) sont convoités, les deux derniers bénéficiant d'une infrastructure énorme qui peut être exploitée et louée de manière rentable. Deutsche Telekom peut même intégrer l'IA directement dans son réseau. Cela pourrait apporter aux utilisateurs une toute nouvelle expérience téléphonique, avec un chatbot et des traductions en direct, pour peu que l'on utilise le « Magenta AI Call Assistant ».

Assurances : depuis le début de l'année, les valeurs d'assurances connaissent une légère baisse dans le monde entier, sous l'effet des craintes entourant l'IA et de la pression générée de ce fait sur les primes. Depuis le début de l'année, cette tendance peut également être observée en Suisse : Helvetia Baloise, Swiss Life et Zurich Insurance (-4 % chacune). Les actions de Swiss Re (+2 %) et Axa (+1 %) affichent une légère hausse.

Services d'approvisionnement : les actions continuent globalement à progresser dans ce secteur depuis le début de l'année, comme cela avait déjà été le cas l'année dernière. Nous avons abordé ce sujet plus en détail dans le chapitre « Immobilier et infrastructures ».

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	→↗	↗	Sur le plan fondamental, la croissance des bénéfices des entreprises suisses n'est pas en mesure de suivre l'évolution des cours. C'est un signe de stagnation à un niveau élevé.
Actions Zone euro / Europe	→↗	↗	Les investissements sur des marchés boursiers fragiles requièrent du temps et de la patience. L'Europe dispose de nombreux joyaux qui versent régulièrement des dividendes élevés.
Actions Etats-Unis	→↗	↗	Le secteur technologique a tenu ses promesses, mais les craintes entourant l'IA engendrent une rotation sectorielle évidente. Toutefois, nous tablons sur une reprise solide sur le plan fondamental.
Actions Pays émergents	→↗	↗	Dans les pays émergents, ce sont surtout les actions et les marchés boursiers liés aux semi-conducteurs qui ont enregistré de bonnes performances en janvier.

Placements alternatifs

Les prestataires privés sous pression



VAT Group (Haag / Rheintal, canton de Saint-Gall)

Après un bon début d'année, l'entreprise active sur le marché privé Partners Group (-13 %), a fait l'objet de fortes pressions, à l'instar d'autres acteurs du secteur. Dans le sillage des craintes liées à l'intelligence artificielle dans le domaine des logiciels, les scénarios les plus pessimistes se sont abattus sur les gestionnaires du marché privé, au motif que ceux-ci détiendraient des participations trop importantes dans des entreprises de capital-investissement et de dette privée menacées par des phénomènes de disruption. Partners Group a rejeté cette accusation, arguant que son exposition était nettement inférieure à celle de ses concurrents. Le cours de l'action a chuté de 20 % en cinq semaines.

Il ressort d'une étude réalisée par McKinsey que les investisseurs institutionnels tendent de plus en plus à orienter leur allocation sur les marchés privés vers la qualité des rendements et la liquidité, sans pour autant remettre en question leurs allocations stratégiques. Ainsi, la dynamique des distributions a gagné en importance ces derniers temps. Pour 54 % des investisseurs interrogés, il s'agit du critère le plus important. Ils considèrent que les risques principaux sont les « sorties » retardées (ventes d'entreprises ou introductions en bourse), le manque temporaire de liquidités (70 %) ainsi que les décotes (62 %), telles que celles qui sont actuellement redoutées pour les participations dans des entreprises de logiciels.

Toutefois, les distributions sont passées en 2025 nettement en dessous de la moyenne décennale. À cela s'ajoutent récemment des retards d'introductions en bourse ainsi que des incertitudes liées aux décotes en lien avec l'IA. Pourtant, près de 70 % des investisseurs institutionnels prévoient de maintenir ou d'élargir leur portefeuille sur le marché privé

cette année. En effet, l'adaptation de l'IA est particulièrement rapide dans le secteur des logiciels. L'exemple de Google Gemini montre que ceux qui intègrent l'IA dans leurs solutions gagnent des parts de marché.

À l'échelle mondiale, vient s'ajouter le fait que les investisseurs privés patients peuvent actuellement acheter à des prix avantageux sur les différents marchés. Il existe par exemple des véhicules du marché secondaire. Jusqu'à présent, les investisseurs privés ont très peu investi sur les marchés privés (actions, infrastructures, crédits), raison pour laquelle les grands acteurs du secteur, tels que Partners Group, sont confiants dans leur capacité à attirer encore beaucoup plus de capitaux au cours des huit prochaines années. Actuellement, les véhicules les plus divers sont négociés avec une décote de 20 % à 30 % par rapport à leur valeur nette d'inventaire (VNI).

Au sein de nos portefeuilles, les prestataires du marché privé cotés en bourse sont regroupés dans un fonds dénommé LPActiveValue. Bien que son rendement ait nettement diminué depuis le début de l'année (-11 %), la baisse est bien inférieure à celle des instruments ETF passifs comparables. Cela est également dû au fait que le fonds comprend davantage de positions européennes que de fournisseurs américains et davantage de positions qui ont enregistré une augmentation substantielle de leur valeur au cours des derniers trimestres, comme la société d'investissement suisse HBM Healthcare Investments.

L'engagement dans le bitcoin n'a apporté aucun avantage depuis le début de l'année. Dans la classe de risque 5 (avec une part de 2.5 % du portefeuille), la contribution négative au rendement a augmenté pour atteindre -0.8 % du portefeuille total.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	↗↘	→↗	Les prix des matières premières restent volatils et oscillent entre des records et des pertes. Cela concerne même les métaux industriels tels que le cuivre et l'aluminium.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	Au début du mois de mars, le prix de l'or a atteint 5'400 dollars l'once troy. Il peut être considéré comme un complément judicieux dans un portefeuille hostile au risque.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	Les risques liés aux emprunts dans le domaine de l'assurance constituent de véritables diversifications et continueront d'être utilisés dans nos solutions de libre passage.
Private Equity	→	↗	En 2026, tout porte à croire que le modèle commercial de Partners Group continuera à être rentable.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		28.02.2026	02/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Actions							
SMI	CHF	14'014.3	+6.3%	+5.6%	+14.4%	+4.2%	+3.8%
SPI	CHF	19'255.7	+5.7%	+5.7%	+17.8%	+6.2%	+6.1%
DAX	EUR	25'284.3	+2.1%	+0.8%	+21.6%	+20.4%	+13.1%
CAC 40	EUR	8'580.8	+4.7%	+2.7%	+9.4%	-1.0%	+9.6%
FTSE MIB	EUR	47'209.9	+2.8%	+2.6%	+30.0%	+14.1%	+20.4%
FTSE 100	GBP	10'910.6	+4.4%	+6.5%	+14.1%	+12.1%	-0.3%
EuroStoxx50	EUR	6'138.4	+2.3%	+3.4%	+17.3%	+9.6%	+12.1%
Dow Jones	USD	48'977.9	-0.2%	-1.3%	-1.3%	+22.1%	+3.5%
S&P 500	USD	6'878.9	-1.3%	-2.6%	+1.7%	+33.4%	+13.1%
Nasdaq Composite	USD	22'668.2	-3.8%	-5.5%	+5.2%	+39.2%	+30.6%
Nikkei 225	JPY	58'850.3	+8.8%	+13.8%	+10.9%	+15.2%	+8.6%
Sensex	INR	81'287.2	-0.9%	-8.7%	-9.3%	+13.8%	+7.4%
MSCI World	USD	4'556.8	+0.2%	-0.3%	+4.4%	+26.6%	+10.8%
MSCI EM	USD	1'610.7	+5.0%	+11.1%	+14.1%	+13.6%	-2.6%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.3	+1.3%	+1.0%	-1.0%	-1.4%	+2.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	189.2	+0.8%	+0.9%	+2.5%	-0.8%	+4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	381.6	+0.1%	+0.5%	+5.4%	+6.1%	+8.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	290.9	+0.9%	+1.1%	+5.9%	+2.4%	+4.5%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	188.0	+0.1%	+0.9%	-0.2%	+4.0%	+12.5%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	140.2	+1.5%	+1.1%	+1.7%	-3.8%	-0.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	180.0	+1.3%	+1.8%	-1.8%	-0.8%	+4.8%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	194.4	+0.5%	+1.1%	+0.7%	+5.1%	+5.7%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	191.5	+1.0%	+0.9%	+3.1%	-2.4%	+3.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	632.7	-0.1%	+0.1%	+4.0%	+3.7%	+8.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	170.6	+0.4%	+1.0%	+0.7%	+2.0%	+5.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	313.1	+0.1%	+0.6%	+2.8%	+5.4%	+9.8%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	130'563.6	+11.8%	+18.6%	+43.8%	+36.0%	+0.8%
Commodity Index	USD	121.7	+0.4%	+7.5%	-2.9%	+8.3%	-20.4%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	3'025.7	+0.2%	+1.4%	+9.9%	+16.0%	+5.4%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.7693	-0.5%	-2.9%	-12.8%	+7.8%	-9.0%
Euro / franc suisse	CHF	0.9085	-0.9%	-2.4%	-1.0%	+1.2%	-6.1%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.4931	-1.3%	-2.5%	-12.1%	-3.4%	-15.4%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0375	-1.9%	-2.8%	-6.1%	+6.0%	-4.2%

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 28/02/2026 ; données économiques au 28/02/2026 ; pronostics économiques au 28/02/2026. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.