



Un potentiel plus élevé au deuxième semestre

Le premier semestre de l'année a été marqué par différents facteurs qui ont eu une influence considérable sur le résultat des placements. En mars notamment, la guerre a précipité les actions vers le bas. Ensuite, certains secteurs et modèles économiques ont connu une reprise plus rapide que d'autres. En Suisse, la reprise n'a véritablement débuté qu'en juin, et de manière inégale dans les différents secteurs.

À présent, nous avons déjà entamé la seconde moitié de l'année. Nous restons confiants dans le fait que, grâce à l'apaisement de la situation au Proche-Orient, la tendance mondiale à la désinflation s'accélère. Le prix du pétrole brut s'établissait récemment à environ 70 dollars le baril, soit nettement en dessous des 118 dollars de fin avril. Cette baisse massive a renforcé le moral des consommateurs, amélioré divers indices du climat des affaires et redonné des couleurs à l'activité économique. Cet allègement devrait se prolonger bien plus avant dans le second semestre.

L'économie mondiale a fait preuve de résilience, et ce malgré des prix de l'énergie temporairement élevés qui se sont immédiatement manifestés par une hausse de l'inflation dans le monde entier. Certaines banques centrales ont gardé leur sérénité, tandis que d'autres ont amorcé un tournant à 180° dans leur politique d'assouplissement en procédant à une hausse de leur taux directeur. Cette situation a affecté non seulement les actions, mais aussi les obligations. À la moitié de l'année, l'indice obligataire mondial était en repli (-0.9 %), alors que le Swiss Bond Index, moins exposé aux fluctuations de l'inflation, a légèrement progressé (+0.7 %). Dans l'ensemble, on peut dire que les obligations ont fourni des résultats conformes aux attentes. En revanche, sur le plan des actions, on a pu observer des différences géographiques, monétaires et sectorielles beaucoup plus importantes. Le « rallye alimenté par l'IA » est bien plus modeste que ne le laissent supposer les gros titres de l'actualité.

Les portefeuilles ont rattrapé leur retard en juin

En juin, les marchés des capitaux se sont montrés sous leur meilleur jour. S'il est vrai que les valeurs technologiques ont marqué le pas (Nasdaq : -2.8 %), les marchés européens ont pour leur part progressé. Ils étaient déjà les grands gagnants avant la guerre en Iran, mais ont subi des pertes disproportionnées en raison des turbulences liées à l'énergie, sur le plan de l'approvisionnement et des prix. L'accord-cadre signé le mois dernier a une nouvelle fois apporté un changement de situation. Alors que les cours des actions ont globalement reculé aux États-Unis en juin (S&P 500 : -1.1 %), ils ont progressé en Europe (Stoxx Europe 600 : +2.5 %). La hausse a été encore plus marquée pour le Swiss Market Index. En revanche, les placements alternatifs (placements sur les marchés privés, or, bitcoin) ont connu une évolution difficile.

Dans la classe de risque la plus basse (R1 : -0.7 %) il convient d'ajouter au rendement total enregistré depuis le début de l'année le crédit

d'impôt anticipé de 0.4 %. Les classes de risque les plus élevées (R3 : +0.7 %, R4 : +1.6 % et R5 : +2.9 %) sont en zone positive depuis le début de l'année. En juin, c'est la stratégie axée sur les dividendes qui a le plus augmenté (+2.5 %). Son rendement total depuis le début de l'année (+4.2 %) est à nouveau nettement positif.

Nos solutions DecarbRevo (+13.2 % à +17.5 % depuis le début de l'année) ont généré les rendements les plus réjouissants. En raison de leur thématique ciblée, elles se prêtent en effet bien à un complément de portefeuille. Ces placements bénéficient de la demande croissante en énergie décarbonée et pour les infrastructures énergétiques correspondantes. Car la dépendance envers les énergies fossiles et les incertitudes quant à leur transport ont précisément ouvert de nouvelles perspectives aux modèles économiques avec la capacité de produire et de stocker de l'énergie sur place.

Stratégies sur la base des titres individuels,
complétés par des ETF et des fonds
d'investissement

Performance des stratégies*

	Juin 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz R1	+0.4%	-0.7%
Zugerberg Finanz R2	+0.6%	-0.3%
Zugerberg Finanz R3	+1.0%	+0.7%
Zugerberg Finanz R4	+1.1%	+1.6%
Zugerberg Finanz R5	+1.5%	+2.9%
Zugerberg Finanz RDividendes	+2.4%	+4.2%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.1%	-0.9%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.0%	-0.8%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.5%	+0.2%
Zugerberg Finanz Revo4	+0.6%	+1.1%
Zugerberg Finanz Revo5	+0.9%	+2.1%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+2.1%	+3.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.6%	+13.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+2.0%	+15.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+2.4%	+17.5%

Zugerberg Finanz Libre passage

Performance des stratégies*

	Juin 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.2%	-1.4%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.3%	-1.1%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.2%	-1.0%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.2%	-0.5%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.5%	+0.5%
Zugerberg Finanz Libre passage R5	+1.5%	+2.9%
Zugerberg Finanz Libre passage RDividendes	+2.4%	+4.2%

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

Performance des stratégies*

	Juin 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.1%	-0.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.0%	-0.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.5%	+0.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.6%	+1.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.9%	+2.1%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+2.1%	+3.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.6%	+13.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+2.0%	+15.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+2.4%	+17.5%

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

Macroéconomie

Reprise au second semestre



L'économie mondiale face à de nombreux risques de croissance (Graphique : Zugerberg Finanz)

Les conséquences de la guerre lancée par les États-Unis au Proche-Orient ont particulièrement affecté les marchés boursiers européens. Les turbulences du premier semestre ont été presque aussi fortes qu'il y a un an, lorsque le président américain Donald Trump avait bouleversé le commerce international en imposant des droits de douane. Pourtant, tant en Europe qu'aux États-Unis, on peut s'attendre à une reprise généralisée de la performance économique réelle. Le moral des consommateurs et le climat des affaires reprennent des couleurs grâce à la baisse significative des cours des matières premières, à condition qu'il n'y ait pas de nouvelle escalade militaire.

Une amélioration de l'importante voie maritime que constitue le détroit d'Ormuz ne suffira pas à elle seule à transformer de manière décisive l'économie mondiale. Néanmoins, avec la normalisation croissante de la situation, nous nous attendons à ce que cela se traduise par une amélioration parallèle des marchés boursiers.

Bien entendu, il y a lieu d'analyser de manière nuancée les différents secteurs et modèles économiques. Les titres énergétiques ont par exemple bien performé au premier semestre et ont su tirer profit de la pénurie de pétrole. La situation va évoluer au deuxième semestre. En revanche, les banques semblent plus rentables qu'elles ne l'ont été depuis la crise financière de 2008/2009. Elles sont nettement moins orientées sur le risque et leurs bilans sont plus solides. Aux États-Unis, les risques majeurs ont été transférés vers le secteur bancaire parallèle. Dans le domaine des assurances, le changement se fait également sentir. Les fonds propres sont élevés, les risques maîtrisables et les perspectives de croissance raisonnables. Cette situation induit, dans de nombreux cas, une politique de distribution de dividendes généreuse. Dans le secteur des infrastructures, des progrès considérables ont également été réalisés. Ce secteur impressionne par sa solidité, tout comme le carnet de commandes de nombreuses entreprises, qui s'étend sur

plusieurs années. Cela profite aux entreprises de construction cycliques comme Holcim, Amrize et Sika, mais également aux entreprises d'infrastructures énergétiques. Les entreprises chimiques devraient quant à elles enregistrer une expansion de leurs marges grâce à la baisse des prix des matières premières. La situation est plus complexe dans le secteur des groupes pharmaceutiques mondiaux, tiraillés entre la relocalisation vers le marché lucratif des États-Unis et les droits de douane punitifs sur les importations américaines.

Sur le plan des constructeurs automobiles, ils sont entrés dans une période de substitution technologique. Volkswagen, le plus grand constructeur automobile européen, et Bosch, le plus grand équipementier automobile mondial, viennent d'abandonner leurs projets en matière de conduite autonome. Cela fait longtemps qu'ils ont été dépassés par d'autres géants (technologiques) tels que Google, Uber et Baidu. Il est également impressionnant de voir à quelle vitesse les dernières technologies sont mises sur le marché, tandis que les icônes de l'industrie allemande s'étonnent du « Time to Market » de leurs concurrents.

Il est également possible d'en tirer certaines conclusions sur le plan macroéconomique : le site coûteux d'implantation en Europe (y compris en Suisse) ne se justifie pour les investissements que s'il s'accompagne d'une capacité d'innovation supérieure à la moyenne. Il reste également important de disposer d'un cadre attractif dans lequel les jeunes entreprises innovantes puissent s'épanouir et se développer au mieux. Moins de bureaucratie, moins de conditions et une attribution des marchés davantage axée sur la performance constitueraient des jalons importants pour les futurs leaders mondiaux potentiels.

La logique économique doit primer en Europe. La résistance politique aux transactions transfrontalières est inappropriée et garantit sans nul doute que la pertinence internationale, la compétitivité et la croissance en Europe continueront d'en pâtir.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	La Suisse n'est pas un acteur majeur du marché mondial de l'IA, mais elle a su résister à la guerre des droits de douane et aux problèmes structurels.
Zone euro, Europe	↗	↗	Ces deux dernières années, la croissance du PIB a été soutenue par la demande intérieure, l'amélioration de la productivité et la hausse des salaires.
Etats-Unis	↗	↗	Après une forte croissance du PIB (environ +3 %), nous prévoyons qu'elle se stabilisera à nouveau entre 1,5 % et 1,8 % au cours du second semestre.
Reste du monde	↗	↗	La hausse de la demande, les problèmes techniques et la hausse des prix de l'énergie ont fait augmenter les prix des produits de base.

Liquidités, devises

Procéder avec clairvoyance

En cette période de baisse des prix de l'énergie, il serait facile de se laisser gagner par l'euphorie, car le processus de désinflation touche l'ensemble de l'économie mondiale. La reprise sur les marchés financiers va toutefois durer encore un certain temps, car le scepticisme demeure quant à la durée de la paix au Proche-Orient. Nous n'en sommes qu'à la mi-parcours de l'année boursière 2026, et beaucoup de choses peuvent encore se passer, car les risques pesant sur la croissance de l'économie mondiale sont nombreux.

La croissance est confrontée à de nombreux risques, et pourtant, il est surprenant que le terme de « guerre des devises » n'attire que peu l'attention. Il s'agit d'une atteinte massive aux « Terms of Trade » ce qui est particulièrement important, surtout dans le cas de la Chine.

Dans un contexte de fragmentation croissante du commerce mondial, caractérisé par des tensions géopolitiques, la résurgence des mesures protectionnistes et la réorientation des chaînes d'approvisionnement, la Chine restructure son modèle de commerce extérieur en recourant à des architectures commerciales régionales.

Le pays ne se limite plus à son rôle traditionnel d'« usine du monde » dans un cadre de mondialisation conventionnel. Désormais, Pékin aménage ses flux commerciaux par le biais d'accords régionaux, de partenariats ciblés et de plateformes commerciales spécifiques destinées à renforcer sa sécurité économique et son autosuffisance afin de pouvoir résister à d'éventuelles sanctions en cas d'intervention à Taiwan. Cette stratégie vise plusieurs objectifs : sécuriser les chaînes d'approvisionnement critiques, diversifier les marchés d'exportation et mettre en place des chaînes de valeur dans lesquelles la Chine reste le centre de gravité industriel, logistique et réglementaire.

Cette volonté explicite de continuer à exercer une forte influence sur les flux de production, de distribution et d'importation est également liée à la politique monétaire. L'une des ingérences les plus graves dans l'économie mondiale est la manipulation de la monnaie nationale chinoise. La Chine est accusée par ses partenaires commerciaux occidentaux de

sous-évaluer systématiquement le yuan (renminbi) afin de s'octroyer des avantages concurrentiels déloyaux grâce à des exportations moins chères et de protéger ses industries nationales. Les avantages commerciaux sont évidents.

L'excédent commercial de la Chine, qui atteint le niveau record de 1'200 milliards de dollars (en 2025, à savoir une année marquée par un litige douanier à son apogée), devrait entraîner une appréciation du yuan sur un marché où les monnaies sont librement convertibles. Par exemple, si la demande européenne en produits chinois augmente davantage que l'inverse, la demande nette d'euros diminue (et celle de yuans augmente). Par conséquent, l'euro devrait normalement se déprécier par rapport au yuan, les produits européens deviendraient moins chers que ceux en provenance de Chine et la balance commerciale aurait tendance à se rééquilibrer.

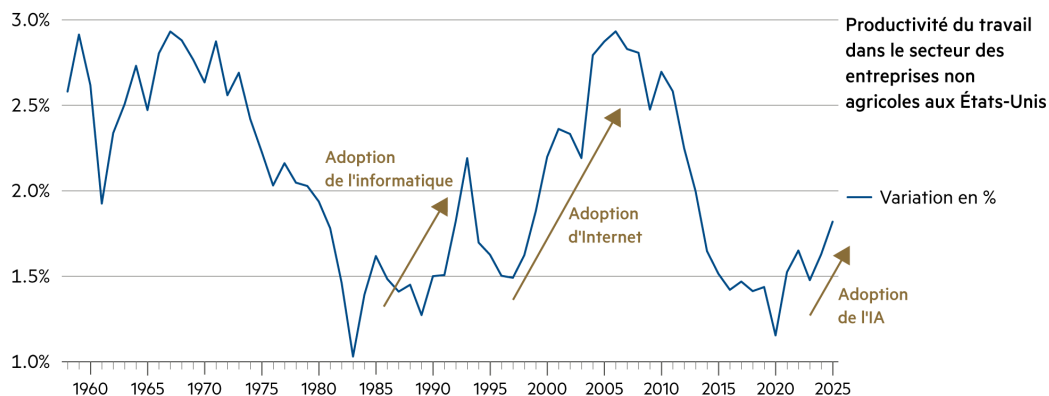
Au lieu de cela, la monnaie se maintient au même niveau qu'il y a de nombreuses années, tant par rapport à l'euro qu'au dollar. La banque centrale chinoise n'autorise pas le libre-échange et réglemente très strictement les flux financiers à destination et en provenance de l'étranger. Ce faisant, elle empêche les forces du marché de faire grimper la valeur de la monnaie. Les principales victimes de cette politique sont les pays importateurs de produits chinois, comme les véhicules électriques. Conséquence de cette manipulation massive des taux de change, ces produits sont environ 40 % moins chers qu'ils ne le seraient sur un marché aux taux de change libres.

Des analyses réalisées en 2025 par l'« Institut der deutschen Wirtschaft » mettent en évidence que non seulement la banque centrale chinoise empêche une appréciation du yuan par rapport à l'euro, mais qu'elle génère également de la sorte des désavantages considérables en termes de prix et des distorsions de concurrence pour les entreprises européennes. Du point de vue européen, la manipulation monétaire chinoise confère à toutes les entreprises chinoises un avantage assimilable à une subvention.

Classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Les taux des swaps SARON restent légèrement négatifs pour les échéances allant jusqu'à 9 mois. Les taux des swaps à 10 ans s'établissent à +0.5 %.
Euro / Franc suisse	→	→	À 0.92, l'euro affiche également sa vigueur fin juin, car même la BCE n'a pour l'instant constaté « aucun effet de deuxième tour » dans l'évolution de l'inflation.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	À 0.81, le taux de change USD/CHF est, fin juin, supérieur d'environ 1 % à celui du début de l'année, les fluctuations étant toutefois plus importantes que pour l'euro.
Euro / Dollar américain	→	↗	Les États-Unis comptent toujours parmi les rares grandes économies qui offrent actuellement à la fois croissance, rendement et liquidité (ce qui renforce le dollar américain).

Obligations

L'adoption de l'IA dope la productivité



Impact de l'adoption des nouvelles technologies dans les entreprises américaines (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'adoption rapide de l'IA par les entreprises américaines engendre une hausse de la productivité plus forte que celle qui était prévue il y a encore quelques trimestres. En cette phase critique de recul de la main-d'œuvre en raison de l'évolution démographique, l'adoption la plus rapide possible des nouvelles technologies et leur utilisation orientée sur l'efficacité sont en train de devenir des facteurs déterminants pour la compétitivité. L'accroissement de productivité qui avait été rendu possible à l'époque par Internet devrait être clairement dépassé. Ce phénomène contribue à créer un climat général positif, y compris sur les marchés obligataires.

Dans un contexte économique incertain, où la croissance, l'inflation et la politique sont principalement tributaires de l'évolution des prix de l'énergie, les rendements obligataires ont augmenté et les cours ont baissé jusqu'à il y a un mois. Dans le sillage de la baisse des prix de l'énergie, les prévisions de taux d'intérêt sont désormais progressivement revues à la baisse. En dépit de craintes ponctuelles de récession, les primes de risque de crédit demeurent à un niveau bas.

L'indice obligataire mondial affiche, à l'issue du premier semestre, une performance de -0.9 % (couvert en CHF). Toutefois, il est malheureux que l'indice n'ait pas réussi à se redresser après la chute provoquée par l'inflation en 2022. Il reste – comme c'était déjà le cas à l'automne 2022 – inférieur de 13.3 % à son niveau d'il y a cinq ans. Bien sûr, les obligations permettent également de générer des revenus de coupon, mais malheureusement, les coûts de couverture ont eux aussi augmenté. Au final, il n'y a pas eu de croissance.

Couvrir une obligation en dollars américains en francs suisses coûte environ 4 % par an. Par rapport à l'euro, les coûts de couverture, qui s'élèvent à 2.4 %, sont certes nettement inférieurs, mais restent néanmoins clairement plus élevés qu'il y a cinq ans, où ils se maintenaient à un niveau stable de 0.2 %.

Dans un tel environnement, la sélection des titres revêt une importance décisive. Le potentiel ne réside pas dans une exposition diversifiée aux marchés, mais dans une sélection minutieuse d'un petit nombre d'obligations d'État et de nombreuses obligations d'entreprises, avec pour principale caractéristique la priorité accordée à la qualité et à une gestion disciplinée des risques.

Les États-Unis continuent d'afficher de meilleurs résultats que la plupart des grands pays industrialisés. La croissance reste positive, les marchés du travail font preuve de résilience, les dépenses de consommation continuent à augmenter et l'économie est fermement installée dans sa phase d'expansion. En dépit d'une politique monétaire restrictive et d'annonces réitérées d'un ralentissement économique imminent, l'économie américaine continue à démontrer une résilience remarquable.

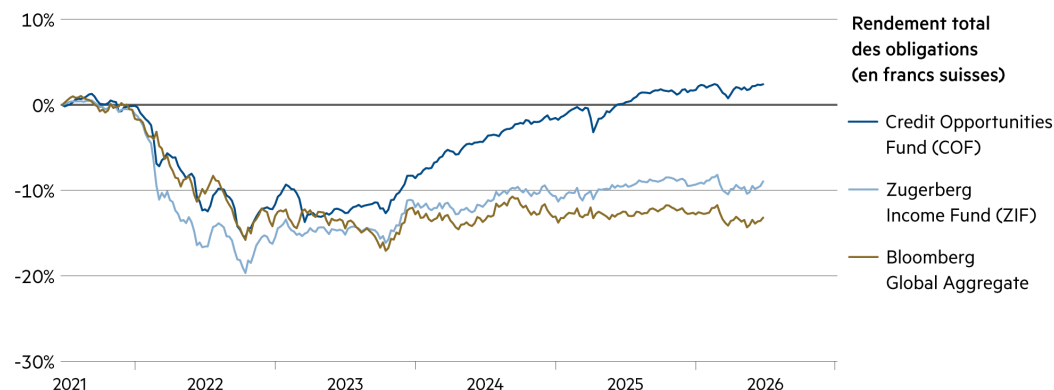
Cependant, l'évolution la plus importante n'est plus la croissance elle-même, mais l'inflation. L'indice global des prix à la consommation (inflation CPI aux États-Unis) est remonté à 4.2 % ; les prix à la production ont augmenté encore plus fortement en mai, mais la pression générale sur les prix s'est atténuée en juin, ce qui a considérablement amélioré les perspectives pour le second semestre. Le scénario de désinflation se précise et pourrait permettre un assouplissement monétaire substantiel de la part de la Réserve fédérale, sous la nouvelle direction de son président Kevin Warsh.

Les marchés obligataires reflètent de manière croissante cette réalité. Les rendements des obligations d'État américaines à dix ans restent à un niveau élevé, à 4.5 %. Sur une base corrigée de l'inflation, il en résulte une croissance réelle du pouvoir d'achat de 0.3 % par an, ce qui équivaut pratiquement à zéro. En Suisse, l'inflation (0.6 %) est supérieure au rendement des obligations d'État à dix ans (0.2 %), ce qui se traduit par une évolution négative du pouvoir d'achat.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→	Aux États-Unis en particulier, les déficits budgétaires élevés et le besoin croissant de financement à long terme suscitent des inquiétudes, également s'agissant de la valeur du dollar.
Obligations d'entreprises	↗	↗	L'indice iTraxx Europe a débuté l'année 2026 à 51 points de base, a progressé jusqu'à 74 (en mars) avant de retomber récemment à 52 – une évolution volatile, mais pratiquement inchangée par rapport au 1er janvier 2026.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Lors de l'escalade du conflit au Proche-Orient, l'indice iTraxx Europe Crossover a grimpé en flèche à 362 points de base avant de revenir à 245 points de base, soit son niveau du début de l'année.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Évolution positive des cours en juin



Rendement total des obligations de juillet 2021 à juin 2026 ; en francs suisses (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

En juin, l'indice mondial des obligations a poursuivi son rebond après avoir atteint son plus bas niveau annuel le 19 mai (-2.2 %) et a clôturé le premier semestre à -0.9 %. Au cours de la même période, le Swiss Bond Index a connu une reprise plus marquée, passant de -1.2 % à +0.7 %. Dans l'ensemble, toutes les principales obligations ont progressé au cours des dernières semaines. Le Zugerberg Income Fund en a également bénéficié, passant de son plus bas niveau à -1.5 % à +0.5 %. C'est le Credit Opportunities Fund qui a connu les fluctuations les plus faibles depuis le début de l'année. Le 19 mai, il n'était que très légèrement en zone de repli (-0.1 %) ; à l'inverse, sa remontée jusqu'à +0.7 % a également été modérée.

Au premier semestre, les solutions obligataires ont globalement rempli leur mission, et ont stabilisé le portefeuille. Toutefois, le scénario d'un choc des prix de l'énergie a clairement montré qu'en période d'inflation croissante et d'instabilité des marchés boursiers, il existe une corrélation positive avec les marchés obligataires. De nombreuses raisons justifient l'hypothèse fondamentale de diversification fondée sur une corrélation négative (à savoir : lorsque les cours des actions baissent, ceux des obligations augmentent) ; d'expérience ces raisons n'incluent toutefois pas le choc sur les prix de l'énergie, qui, par ses répercussions sur l'inflation et les anticipations inflationnistes, exerce une pression parallèle sur les actions et les obligations.

La corrélation positive devrait se maintenir au second semestre. L'indice Bloomberg Commodity, qui avait grimpé à plus de 143 points jusqu'au 18 mai, a reculé de 14 % en six semaines. Le repli a été encore plus marqué pour les prix de l'énergie, de l'aluminium et du béton armé. Dans les mois à venir, cela entraînera une baisse des composantes de l'inflation, favorisera l'expansion des marges bénéficiaires des valeurs

cycliques et offrira aux obligations un potentiel de hausse supplémentaire.

Au premier semestre, les marchés ont hésité à intégrer pleinement les répercussions de la guerre en Iran : perturbations persistantes des chaînes d'approvisionnement, destruction de capital dans tout le Moyen-Orient, pression sur la rentabilité des entreprises et, au bout du compte, ralentissement de la croissance. Dans l'hypothèse optimiste d'une solution rapide, un retour à un âge d'or semblait peu probable, ce qui a engendré de légères fluctuations au premier semestre et, par conséquent, un potentiel de hausse convaincant pour les obligations au second semestre. Même s'il est vrai que l'inflation devrait s'avérer supérieure aux prévisions du début de l'année dans de nombreux pays, la conjoncture économique mondiale ne risque toutefois pas de rester nettement en deçà des attentes. Une croissance mondiale réelle d'environ 3 % devrait également être atteinte cette année.

Toutefois, les taux d'intérêt de base devraient rester légèrement élevés dans différentes devises (en particulier les taux clés du dollar), avec la volatilité des taux d'intérêt comme moteur déterminant de la performance des titres de créance, car les marchés évaluent à quel rythme la baisse des prix de l'énergie (aux États-Unis, en particulier les prix de l'essence) se répercutera sur le revenu disponible et la situation économique générale et influencera l'orientation de la politique monétaire.

Les marchés du crédit sont restés stables jusqu'à présent, soutenus par un contexte de défaillance favorable, des bilans globalement solides et des besoins de refinancement à court terme limités. Ces facteurs devraient constituer un soutien important si, contre toute attente, l'environnement macroéconomique ne s'améliorait pas sensiblement au-delà du choc temporaire.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2026 (rendement sur toute l'année)	0.3 %	0.7 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-6.3 % (-0.8 %)	+39.8 % (+2.5 %)
Quantité de mois de performance positive :	58 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	97 PB (+3 PB)	352 BP (+9 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 taux d'intérêt bas : un soulagement pour tous



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

Les faibles taux d'intérêt en Suisse constituent un soulagement pour tout le monde. Les propriétaires immobiliers doivent dépenser moins pour leur financement externe, et les locataires bénéficient du fait que le taux d'intérêt de référence devrait rester à 1.25 %. Ce taux d'intérêt est déterminant pour les baux. Comme nous ne prévoyons plus de hausse de 0.25 % cette année, il ne devrait pas y avoir d'augmentations généralisées des loyers.

Les banques gagnent sur l'écart entre les taux d'intérêt des dépôts des clients (à 0 %) et ceux de leurs créances, par exemple celles garanties par une hypothèque, qui s'élèvent en moyenne à 1.3 %. La date de référence pour le calcul du taux d'intérêt hypothécaire de référence était le 31 mars. Il est vrai que, depuis lors, l'indice des taux d'intérêt pour l'immobilier résidentiel a connu une légère hausse, mais il est ensuite redescendu en juin et est resté pratiquement inchangé d'un trimestre à l'autre. En réalité, on se situe au même niveau qu'en juin 2025, quand la Banque nationale suisse avait abaissé son taux directeur de 0.25 % à 0.0 %. Cela semble séduisant, mais il convient de ne pas oublier la vitesse à laquelle la situation des taux d'intérêt peut évoluer (cf. 2022).

Les conditions des prêts hypothécaires à taux fixe sur dix ans se situent entre 1.3 % et 1.9 %. Pour les prêts sur cinq ans, la fourchette varie entre 1.1 % et 1.7 %. Les crédits hypothécaires SARON, indexés sur le marché monétaire, sont parfois accordés à partir de 0.8 %. Dans ce cadre, se pose la question de savoir comment financer au mieux un bien immobilier : d'une part, avec quel produit de financement et, d'autre part, dans quelle mesure. En cas de logement occupé par son propriétaire, le taux d'endettement peut parfaitement atteindre 60 % ou plus. Pour les immeubles résidentiels de rendement, nous recommandons de

ramener la charge à 60 % à plus long terme, tout comme pour les immeubles de rendement commerciaux.

Malgré des taux d'intérêt bas, notre message principal reste que nous ne considérons pas que le marché immobilier soit surévalué, comme en son temps aux États-Unis, ce qui avait déclenché la crise financière et économique mondiale de 2007/2008. Les conditions financières strictes qui doivent être réunies afin d'obtenir un prêt hypothécaire restent une caractéristique essentielle : premièrement, 20 % au moins du prix d'achat doivent être apportés sous forme de fonds propres, dont au moins 10 % provenant de fonds propres non issus de la prévoyance professionnelle.

Deuxièmement, les charges annuelles liées aux intérêts calculés à un taux élevé (généralement 5 %), aux frais annexes (forfait de 0.7 % à 1.0 % de la valeur du bien immobilier) et aux amortissements (pour les prêts hypothécaires de second rang) ne doivent pas dépasser 33 % du revenu annuel brut, afin de garantir la viabilité à long terme du prêt hypothécaire. Cela signifie en même temps qu'il y a lieu de rechercher des solutions spécifiques afin que l'hypothèque du logement reste supportable à l'âge de la retraite.

Troisièmement, il convient de tenir compte de l'amortissement : dans le cas d'un logement occupé par son propriétaire, la dette hypothécaire doit être amortie en 15 ans au maximum jusqu'à atteindre les deux tiers de la valeur de gage du bien immobilier. Cet amortissement doit avoir lieu de manière linéaire, à compter au plus tard de la fin du trimestre suivant les 12 mois après le versement, comme le prévoient les Directives d'autorégulation de l'Association suisse des banquiers d'août 2019.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→↗	↗	Les prêts hypothécaires SARON bon marché rendent attrayant l'accès à la propriété, mais le principal facteur de risque réside dans ce cas dans l'évolution rapide des taux directeurs.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	Selon l'effet de levier, les rendements nets, après déduction de tous les coûts et frais, se situent entre 2 % et 6 %, à condition de pouvoir financer ces biens immobiliers sans difficulté.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	Dans de nombreux projets, on cherche à maximiser le rendement au détriment de la qualité de vie. Les réalisations comme celle de Chäsima à Rotkreuz sont bien trop rares.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Une infrastructure en voie de détérioration limite le potentiel de croissance futur. En dépit de ce constat, les investissements dans les infrastructures restent insuffisants.

Actions

Des fluctuations importantes

En début d'année, notre évaluation du marché boursier était positive, dans le contexte du « supercycle de l'IA » mené par les États-Unis, ce qui a été confirmé au cours des deux premiers mois. Ensuite, un important retournement de situation s'est produit, en raison de la guerre et des prix de l'énergie. Le mouvement « risk-off » n'a pas duré longtemps et a principalement concerné le mois de mars. Au deuxième trimestre, la reprise tant attendue s'est enfin amorcée, à des rythmes variables et avec des évolutions surprenantes. Dans un premier temps, ce sont les marchés américains qui en ont profité le plus, puis la dynamique s'est déplacée vers certains pays émergents ainsi que vers le Japon et l'Europe.

L'évolution du mois de juin suffit à elle seule à démontrer la violence avec laquelle une tendance haussière peut temporairement être interrompue. Les actions d'entreprises prometteuses et leaders sur leur marché, comme Microsoft (-17 %) et Amazon (-12 %), mais aussi Netflix (-17 %), ont subi de lourdes pertes. Nous avons profité de la baisse des cours en milieu de mois pour augmenter l'allocation en actions américaines dans nos positions.

La chute des cours boursiers n'était pas imputable à des facteurs fondamentaux. De nombreuses ventes ont été effectuées (notamment d'or et de bitcoins) afin de s'engager dans le segment de la « croissance spéculative », dont SpaceX est le fleuron. Dans ce segment, l'offre d'actions devrait fort probablement connaître sa plus forte progression au cours du second semestre, ce qui pèsera sur la liquidité et risque de freiner temporairement la dynamique des anciens leaders du marché.

Au vu de la diminution des incertitudes géopolitiques, nous sommes toutefois convaincus que le second semestre sera favorable aux marchés boursiers. De plus, le nouveau président de la Fed, Kevin Warsh, devrait s'abstenir d'adopter une politique monétaire potentiellement plus restrictive, qui pèserait sur les ratios cours/bénéfices des actions. Au contraire, la devise « des taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps » ne correspond pas à notre scénario principal de désinflation.

C'est pourquoi nous restons convaincus que, dans un environnement fondamentalement intact, les leaders du marché à forte capitalisation (« large caps ») et les valeurs technologiques devraient à nouveau

être privilégiés. Les phases de faiblesse technique devraient être mises à profit comme des opportunités d'achat pour renforcer les positions sur les leaders du marché.

En revanche, il convient de faire preuve de prudence concernant les valeurs spéculatives vedettes. Même si celles-ci ont tendance à capter l'attention médiatique, c'est là que le risque d'un « flash crash » reste le plus marqué.

Sur le plan régional, nous anticipons toutefois non seulement un potentiel de hausse supplémentaire aux États-Unis, mais nous estimons également que l'Europe redevient intéressante dans un contexte de baisse des prix de l'énergie. La volatilité du marché dans le monde entier devrait légèrement diminuer au second semestre par rapport au premier. La pression à la hausse sur les taux directeurs est encore peu marquée et pourrait s'estomper au cours des mois d'été, réduisant ainsi la prime de risque d'inflation.

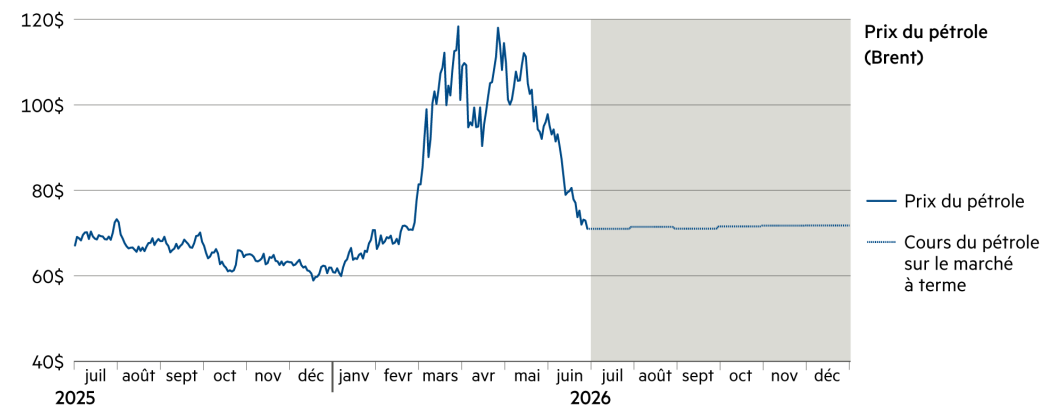
Un élément révélateur reste en revanche la concentration relativement élevée des valeurs liées à l'IA dans les indices, tant dans les pays développés que dans les pays émergents. Les principaux indices comportent désormais une exposition considérable au matériel nécessaire à l'IA. Il s'agit du « Memory Chip Trade », grâce auquel deux actions sud-coréennes, Samsung Electronics et SK Hynix, ont une pondération plus importante au sein de l'indice MSCI Emerging Markets que l'ensemble du panier d'actions indiennes.

La Corée du Sud a la ferme intention de devenir incontournable sur le marché mondial des puces mémoire grâce à un programme de construction de nouvelles usines de puces coordonné par l'État. Au total, près de 500 milliards de dollars devraient être investis dans la construction de ces deux nouvelles usines de puces afin de doubler la production d'ici cinq ans. Dernièrement, le ministre sud-coréen de la Recherche a souligné toute l'importance d'occuper une position de leader en matière de puissance de calcul dans le domaine de l'IA : « À l'ère de l'IA, les données sont le sang et les centres de données sont en quelque sorte le cœur de l'économie mondiale ». Grâce à ses propres centres de données, l'IA devrait devenir un produit d'exportation de la Corée du Sud.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Notre meilleur argument consiste à rester investi : si, sur une décennie, on passe à côté des 10 meilleurs jours en bourse, on risque de réduire de moitié son rendement global.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	En juin, les secteurs de la banque et de l'assurance (+6 % chacun) ont pris la tête, suivis par la technologie et les services aux collectivités (+5 % chacun). Les secteurs de l'automobile, des ressources de base et des télécommunications (-10 % chacun) ont souffert.
Actions Etats-Unis	↗	↗	Les leaders technologiques ont reculé en juin, avec en tête Microsoft et Netflix (chacun -17 %), Amazon (-12 %), Apple (-7 %), Alphabet (-6 %) et Nvidia (-5 %).
Actions Pays émergents	↗	↗	Après une forte hausse en avril et mai, l'indice MSCI Emerging Markets s'est consolidé en juin (-2 % en USD).

Placements alternatifs

La désinflation bat son plein



Prix du pétrole de juillet 2025 à juin 2026, puis prix à terme jusqu'en décembre 2026 (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

S'il est vrai que l'inflation liée aux prix de l'énergie a augmenté très rapidement à l'échelle mondiale, elle ne devrait toutefois pas retomber aussi vite. L'allègement sur les prix de l'essence était déjà nettement perceptible dès le mois de juin et devrait laisser entrevoir une reprise des dépenses de consommation réelles jusqu'à une date avancée du second semestre. Il demeure désormais essentiel de tirer les bonnes leçons de la dépendance énergétique structurelle de l'Europe afin de renforcer la résilience économique.

Fondamentalement, il est positif que l'intensité énergétique de la production économique ait nettement diminué en Europe au cours des dernières décennies. Le secteur des transports, qui dépend à 73 % du pétrole, est moins important qu'aux États-Unis, où le défi logistique posé par les distances à parcourir est bien plus grand. Tous les secteurs ne sont pas égaux dans leur exposition aux chocs. Dans le secteur industriel, une part importante de la consommation finale d'énergie en Europe est couverte par le gaz. En fonction de la source d'énergie, les chaînes d'approvisionnement sont également plus ou moins robustes. En Europe, les livraisons de GNL en provenance des États-Unis représentent désormais 45 % des importations et améliorent la résilience. En tous les cas, si l'on compare les prix du gaz en Europe en mars 2026 à ceux des années 2021/22, les fluctuations ont été moins marquées dernièrement. Le caractère saisonnier joue également un rôle dans le prix du gaz européen. Il s'est écroulé pour atteindre un niveau bien inférieur à son équivalent en pétrole, le Brent, probablement en raison d'une demande modérée de GNL en Asie et d'une offre abondante en provenance des États-Unis. Toutefois, les commerçants sous-estiment peut-être également les effets de l'intersaison, qui se caractérise justement, en Europe,

par une faible consommation et une grande flexibilité de la demande. Dans un monde caractérisé par la pénurie énergétique, nous maintenons toutefois notre avis selon lequel le pétrole reste le critère ultime et joue un rôle de premier plan dans la formation des prix de l'énergie, raison pour laquelle le prix du gaz européen « conserve » – à tout le moins sur le court terme – un potentiel de hausse lié au pétrole. Selon des études sectorielles, les stocks de gaz naturel de l'UE s'élèvent à environ 30 %, soit environ 6.5 points de pourcentage de moins que l'année précédente. L'énergie nucléaire joue également un rôle, raison pour laquelle l'inflation est nettement plus faible par exemple en France qu'en Allemagne, et Paris devance Berlin dans la course aux implantations industrielles, aux approvisionnements énergétiques stables et aux emplois d'avenir. Sur le long terme, une restructuration sera nécessaire pour parvenir à une autonomie solide d'ici le milieu du siècle. Dans ce cadre, le développement et la flexibilisation des réseaux électriques jouent un rôle central, puisque les coûts liés aux pénuries sont susceptibles de doubler d'ici 2040 si aucune contre-mesure n'est prise. L'Espagne produit beaucoup d'énergie solaire, mais les lignes électriques font défaut pour exploiter ce potentiel au profit de l'Europe continentale. De même, le potentiel éolien de l'Atlantique au large des côtes françaises n'est pas encore exploité. Sur le plan stratégique, ce potentiel a été négligé pendant des décennies afin de ne pas faire concurrence à la production d'électricité des centrales nucléaires. Au total, on estime toutefois à environ 2200 milliards d'euros les investissements nécessaires d'ici 2050 pour les réseaux, ainsi qu'à environ 100 milliards d'euros par an pour les énergies renouvelables.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	↗↘	→↗	L'indice Bloomberg des matières premières, qui s'établit à 123.0 (+11.9 % depuis le début de l'année), reste nettement en deçà de son plus haut niveau de 143.1 atteint le 18 mai 2026. La désinflation est en cours.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	Fin juin, le cours de l'or est repassé pour la première fois sous la barre des 4000 dollars depuis novembre 2025. Cela représente une baisse d'environ 27 % par rapport au plus haut atteint le 28 janvier 2026.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	Dans le secteur des risques d'assurance, aucun changement significatif n'a été observé au début de l'été. Les primes de risque restent attrayantes et les coûts de couverture élevés.
Private Equity	→	↗	L'année s'annonce réjouissante pour les transactions. Toutefois, de nombreux portefeuilles comptent encore des entreprises acquises à des prix surévalués au cours des années 2021/22.

Données du marché

Classe d'actifs		Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)		
Actions		30.06.2026	06/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
SMI	CHF	14'193.9	+4.8%	+7.0%	+14.4%	+4.2%	+3.8%
SPI	CHF	20'015.5	+4.5%	+9.9%	+17.8%	+6.2%	+6.1%
DAX	EUR	24'995.8	+0.8%	+1.3%	+21.6%	+20.4%	+13.1%
CAC 40	EUR	8'404.0	+3.9%	+2.2%	+9.4%	-1.0%	+9.6%
FTSE MIB	EUR	51'682.4	+4.5%	+14.1%	+30.0%	+14.1%	+20.4%
FTSE 100	GBP	10'497.1	+2.7%	+6.1%	+14.1%	+12.1%	-0.3%
EuroStoxx50	EUR	6'328.1	+5.8%	+8.3%	+17.3%	+9.6%	+12.1%
Dow Jones	USD	52'319.2	+6.1%	+10.9%	-1.3%	+22.1%	+3.5%
S&P 500	USD	7'499.4	+2.4%	+11.7%	+1.7%	+33.4%	+13.1%
Nasdaq Composite	USD	26'213.7	+0.6%	+14.9%	+5.2%	+39.2%	+30.6%
Nikkei 225	JPY	70'062.3	+7.0%	+36.7%	+10.9%	+15.2%	+8.6%
Sensex	INR	76'478.7	+6.2%	-13.0%	-9.3%	+13.8%	+7.4%
MSCI World	USD	4'825.5	+2.7%	+11.0%	+4.4%	+26.6%	+10.8%
MSCI EM	USD	1'722.9	+1.8%	+25.0%	+14.1%	+13.6%	-2.6%
Obligations (divers)		30.06.2026	06/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	149.9	+0.1%	-1.2%	-1.0%	-1.4%	+2.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	186.1	0.0%	-0.8%	+2.5%	-0.8%	+4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	382.2	+0.3%	+0.7%	+5.4%	+6.1%	+8.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	287.9	+0.3%	+0.0%	+5.9%	+2.4%	+4.5%
Emprunts d'Etat		30.06.2026	06/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
SBI Dom Gov	CHF	186.1	+1.3%	-0.1%	-0.2%	+4.0%	+12.5%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	136.3	0.0%	-1.7%	+1.7%	-3.8%	-0.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	177.0	+0.2%	+0.1%	-1.8%	-0.8%	+4.8%
Obligations d'entreprise		30.06.2026	06/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	193.7	+0.5%	+0.8%	+0.7%	+5.1%	+5.7%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.6	-0.1%	-1.2%	+3.1%	-2.4%	+3.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	631.5	-0.1%	-0.1%	+4.0%	+3.7%	+8.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.3	+0.3%	+0.2%	+0.7%	+2.0%	+5.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	313.3	+0.4%	+0.7%	+2.8%	+5.4%	+9.8%
Placements alternatifs		30.06.2026	06/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Or Spot CHF/kg	CHF	104'168.7	-8.2%	-5.4%	+43.8%	+36.0%	+0.8%
Commodity Index	USD	123.2	-5.6%	+14.4%	-2.9%	+8.3%	-20.4%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	3'031.5	+0.6%	+1.6%	+9.9%	+16.0%	+5.4%
Devises		30.06.2026	06/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Dollar / franc suisse	CHF	0.8084	+3.5%	+2.0%	-12.8%	+7.8%	-9.0%
Euro / franc suisse	CHF	0.9232	+1.4%	-0.8%	-1.0%	+1.2%	-6.1%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.4972	+1.4%	-1.7%	-12.1%	-3.4%	-15.4%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0720	+2.0%	+0.4%	-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. Il n'est pas possible de garantir qu'une prévision ou un objectif sera atteint. Toutes les prévisions reposent sur des hypothèses, des estimations, des opinions et des modèles hypothétiques qui peuvent s'avérer inexacts. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures. 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, Lüssiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch. Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 30/06/2026 ; données économiques au 30/06/2026 ; pronostics économiques au 30/06/2026. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.