



Photo: Andreas Busslinger

Une croissance plus forte que prévu

Jusqu'ici, la croissance économique mondiale s'est avérée plus forte que prévu, et les différends douaniers avec des partenaires importants sont en train de s'estomper. Dans le conflit commercial entre l'UE et le président américain Donald Trump, un accord-cadre a été trouvé, l'Europe s'étant montrée prête à ouvrir son marché de 450 millions de consommateurs aux produits américains. Parallèlement, l'UE s'est heurtée à un refus de la Chine lors de leur sommet commun, au cours duquel aucun progrès n'a pu être réalisé sur le plan commercial et de la protection des brevets. L'Europe doit désormais approfondir son marché intérieur. Pour l'Allemagne par exemple, la Pologne est devenue un marché d'exportation plus important que la Chine, ce qui est le signe de l'intégration de plus en plus importante de la production et de la logistique au sein du marché intérieur européen et de son potentiel de croissance.

Hausse au mois de juillet

Il est vrai que le mois de juillet a été marqué par la volatilité sur les marchés en lien avec les menaces douanières et commerciales proférées par la Maison Blanche. Cependant, en définitive, la tendance était à la hausse. Les actions de qualité liées aux biens de consommation, comme Nestlé, ont souffert du fait des incertitudes croissantes des consommateurs. En revanche, les actions des entreprises qui investissent dans des innovations transformatrices ont été prisées par les investisseurs.

Le dollar a perdu plus de 11 % depuis le début de l'année, entraînant dans son sillage l'indice mondial des actions MSCI World (-0.5 % en CHF). Après sept mois, l'indice mondial des obligations affiche +0.1 %. À l'instar de la plupart des indices boursiers, l'indice américain large S&P 500, a continué à se redresser, mais reste toutefois dans le rouge (-2.8 % en CHF). Les actions suisses (SMI : +2.0 %) sont nettement inférieures aux autres indices boursiers européens, qui subissent l'influ-

ence des événements sur les marchés allemand, espagnol et italien. La politique de Donald Trump en matière de droits de douane a déstabilisé de nombreux décideurs, retardé les investissements et donné un coup de frein à l'économie mondiale. Certaines entreprises, comme la société industrielle Bossard, basée à Zoug, ont fait état de manière transparente de l'impact des droits de douane américains et de leur future approche en la matière. En revanche, d'autres entreprises ont communiqué de manière plutôt vague sur la manière dont elles entendaient répercuter leurs coûts supplémentaires. Bien entendu, il s'agit toujours de détails, par exemple un recalibrage ou une optimisation des chaînes d'approvisionnement mondiales en lien avec l'entreprise. Cette dernière n'est toutefois possible que lorsque toutes les conditions-cadres ont été clarifiées. Dans les relations commerciales entre les États-Unis et la Chine ainsi que l'Inde, beaucoup de choses ne sont pas encore claires, ce qui freine l'adaptation rapide aux nouvelles circonstances.

ence des événements sur les marchés allemand, espagnol et italien.

Dans un tel environnement des marchés des capitaux, la classe de risque défensive 1 a confirmé sans changement un rendement clairement positif (+1.4 %). Dans la classe de risque « équilibrée » 3 (par exemple, Revo3 avec +3.0 %), la reprise des actions technologiques était perceptible, comme dans la classe de risque dynamique 5 (par exemple, Revo5 +3,6 %). Dans les classes de risque 3 à 5, Mastercard a été remplacé par Netflix.

Récemment, la stratégie de décarbonisation a enregistré des résultats exceptionnels. DecarbRevo 5 affiche +9.1 % (depuis le début de l'année), grâce à des actions telles que Bloom Energy, Accelleron, Belimo et Brookfield Renewable. Le rendement de la stratégie de dividendes (par exemple RevoDividendes avec +9.5 %) est du même ordre de grandeur.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Juillet 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+0.3%	+1.1%
Zugerberg Finanz R2	+0.5%	+1.7%
Zugerberg Finanz R3	+1.3%	+2.7%
Zugerberg Finanz R4	+1.4%	+2.8%
Zugerberg Finanz R5	+1.5%	+3.1%
Zugerberg Finanz RDividendes	+0.4%	+9.9%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.6%	+1.4%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.8%	+1.9%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.6%	+3.0%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.4%	+3.1%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.6%	+3.6%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+0.6%	+9.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+2.9%	+6.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+3.4%	+7.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+3.7%	+9.1%

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Juillet 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.5%	-0.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.4%	+1.1%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.5%	+1.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.9%	+2.8%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+1.1%	+3.3%

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Juillet 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.6%	+1.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.8%	+1.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.6%	+3.0%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.4%	+3.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.6%	+3.6%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+0.6%	+9.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+2.9%	+6.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+3.4%	+7.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+3.7%	+9.1%

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

Macroéconomie

Une croissance robuste



Source de l'image : stock.adobe.com

Au vu des litiges douaniers, la robustesse du secteur privé à l'échelle mondiale a surpris. En Europe, le moral des consommateurs a connu une nette embellie et les activités commerciales ont atteint leur plus haut niveau depuis 11 mois. Le faible taux de chômage et la croissance soutenue des salaires devraient soutenir les dépenses de consommation ces prochains mois. Au Japon, les indices des directeurs d'achat pointent également une croissance robuste et soutenue, dopée par une forte demande intérieure, à l'instar de nombreux pays d'Asie. L'Australie connaît même une accélération sensible de sa croissance.

Aux États-Unis, la situation est un peu plus mitigée. Il est vrai que l'indice des directeurs d'achat, qui est passé de 52.9 à 54.6, indiquait une croissance économique toujours robuste, renforcée par une accélération des activités dans le secteur des services. Parallèlement, il apparaît toutefois de plus en plus clairement que le poids principal des droits de douane pèse sur les épaules des ménages et des entreprises américains. Cette situation est particulièrement douloureuse dans une phase d'essoufflement de la croissance sur fond de taux d'intérêt élevés et, par conséquent, de coûts de financement importants pour l'économie. Aux États-Unis, l'immigration nette est tombée à un taux annualisé de 600'000 personnes, soit une baisse d'un tiers par rapport à fin 2024. Les restrictions apportées par Trump à l'immigration produisent leurs effets. Le nombre d'expulsions augmente, celui des passages illégaux à la frontière diminue et des branches importantes de l'industrie accusent déjà le coup de la pénurie de main-d'œuvre. Le nombre de personnes actives est en stagnation.

Des secteurs comme l'agriculture, l'hôtellerie et la construction sont confrontés à des pénuries aiguës, alors que des petites villes qui avaient

misé sur l'immigration pour relancer leur économie enregistrent une baisse des dépenses. Les économistes ont mis en garde contre le risque d'une baisse de 0.5 % du potentiel de croissance économique sur le long terme, ainsi que sur la possibilité d'une hausse de l'inflation engendrée par l'offre limitée de main-d'œuvre et l'interruption des chaînes d'approvisionnement. Dans certains domaines, la diminution du nombre de nouveaux arrivants est synonyme d'un marché du travail plus tendu et de salaires plus élevés, ce qui s'exprime également par un ralentissement de la croissance et une pression sur les marges pour les entreprises qui dépendent de personnel issu de l'immigration.

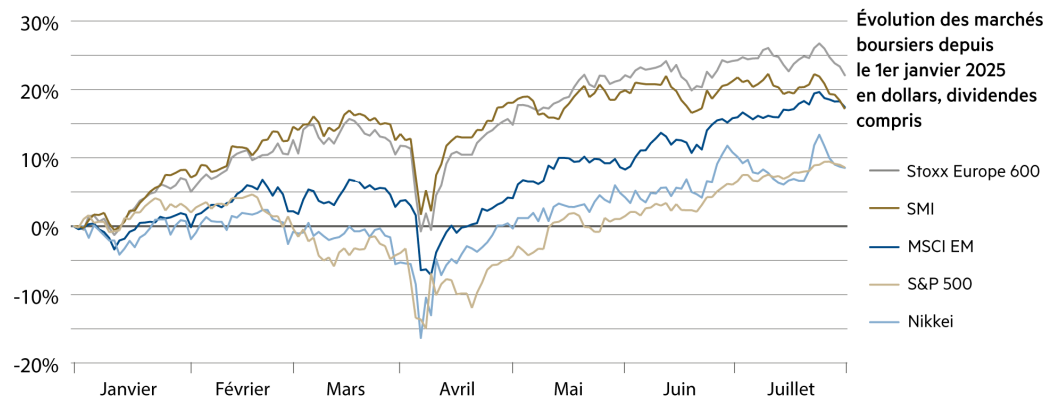
Les entreprises technologiques américaines sont fortement liées à l'étranger, notamment Taïwan, la Corée du Sud, l'Inde et la Chine. Il s'agit de matières premières, de sites de production et de technologies clés dans le domaine des semi-conducteurs et de l'intelligence artificielle (IA), et dans ces secteurs, les activités commerciales sont devenues étroitement liées aux décisions géopolitiques. C'est à Washington que se prend la décision de savoir si une entreprise américaine comme Nvidia peut exporter vers la Chine des puces fabriquées à Taïwan, et si oui, lesquelles.

Il en résulte que les mois à venir ne promettent pas vraiment une accalmie. Les tensions commerciales, économiques et géopolitiques perdurent, et la volatilité des marchés actions et obligataires s'est récemment stabilisée (indice VIX à environ 17, indice MOVE légèrement plus bas à 84). À l'inverse, les prévisions d'investissement dans l'IA sur tous les continents promettent une croissance dans de nombreux secteurs, au-delà des chaînes d'approvisionnement technologiques classiques. Avec l'utilisation de l'IA, la demande en centres de données s'accroît également et, par la même occasion, la demande en travaux de construction complexes et en approvisionnement en électricité.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Ces dernières semaines, les valeurs de référence pour les crédits hypothécaires ont continué à augmenter, et bien au-delà des plus bas niveaux annuels enregistrés fin mai.
Zone euro, Europe	↗	↗	Les incertitudes entourant les droits de douane se sont renforcées, mais l'économie européenne s'est montrée plus résiliente que prévu.
Etats-Unis	↔↗	↔↗	La consommation privée connaît un ralentissement et les premières fissures apparaissent sur le marché du travail. Cela fait longtemps que la Fed aurait dû passer à une politique monétaire plus accommodante.
Reste du monde	↗	↗	La stabilité des bénéfices des entreprises asiatiques permet d'adopter une attitude fondamentalement optimiste, même si celle-ci reste prudente. Le multi-shoring contribue à la diversification du monde.

Liquidités, devises

Un record historique en dollars



Évolution des marchés boursiers depuis le 1er janvier 2025 en dollars, dividendes compris (Source : Bloomberg | Graphique : Zugerberg Finanz)

Au cours des sept premiers mois de l'année, l'évolution des marchés boursiers a été marquée par une chute en avril, occasionnée par les litiges douaniers du président américain Donald Trump. Ensuite, les marchés ont connu une forte reprise, et le dollar un affaiblissement massif. C'est la raison pour laquelle les marchés européens en dollars dominant clairement depuis le début de l'année, même si les indices américains tels que le S&P 500 ont atteint plusieurs fois de nouveaux sommets historiques ces dernières semaines.

Certaines cotations sont généralement considérées uniquement en dollars : le pétrole brut (-4 % depuis le début de l'année), l'or (+28 %), le bitcoin (+22 %) et, bien entendu, les indices boursiers américains. Il est également intéressant d'observer l'évolution des indices boursiers mondiaux en dollars. Mais commençons par la question du dollar en tant que tel.

L'inflation aux États-Unis continue à être nettement plus élevée qu'en Europe, et en particulier qu'en Suisse. C'est pourquoi la voie de dépréciation du dollar est toute tracée. Afin de se couvrir contre cette dépréciation, des primes annuelles de 4.4 % seraient nécessaires. Cette année, l'opération en aurait valu la peine, puisque le dollar s'est déjà déprécié de 10.5 % par rapport au franc suisse. Désormais, il semble toutefois avoir atteint un plancher, à tout le moins temporaire, à environ 0.80 franc pour un dollar.

Néanmoins : celui qui a investi depuis le début de l'année son capital en dollars sur les marchés boursiers mondiaux pouvait réaliser en Europe un rendement légèrement supérieur à celui du Swiss Market Index (+17 %) grâce à l'indice Stoxx Europe 600 (+22 %). Le panier d'actions des pays émergents MSCI Emerging Markets (+18 %) a enregistré une performance encore supérieure à celle du Nikkei japonais (+9 %). L'indice américain S&P 500 (+8 %) est resté à la traîne de nombreux indices

boursiers importants. Cela se produit rarement : la surperformance des actions européennes par rapport aux actions américaines est la plus forte depuis plus de 50 ans (1973). À l'époque également, cette différence de rendement était imputable à l'importante dépréciation du dollar.

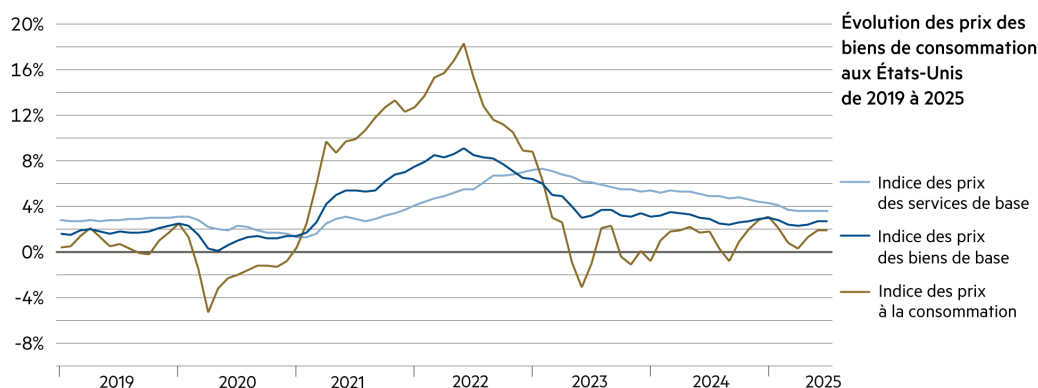
Cette situation ne devrait changer que si le dollar regagnait de la vigueur. Pourtant, le gouvernement américain ne s'intéresse pas à la question, et les géants technologiques américains actifs à l'échelle mondiale y sont également indifférents : désormais, ils réalisent 55 % de leur chiffre d'affaires hors des États-Unis, ce qui fait « automatiquement » augmenter et briller leur chiffre d'affaires ainsi que leurs bénéfices en dollars. Un nombre croissant d'entreprises suisses publient également leurs résultats en dollars, car elles ne veulent pas s'exposer aux fluctuations de leur principale devise (Nestlé, Roche, Novartis, Zurich, UBS, ABB, etc.).

Pour terminer, un mot sur la monnaie et la liquidité : en Suisse, on a tout intérêt à ne pas se faire cataloguer comme un manipulateur monétaire par le gouvernement américain pour cause d'interventions massives sur les marchés des changes. La BNS a abaissé son taux directeur à 0.0 % à partir du 20 juin 2025. Conformément aux dispositions en vigueur, certains avoirs en compte de virement des banques commerciales sont déjà soumis à des frais de 0.25 % par an. En raison des prescriptions réglementaires en matière de liquidités, une banque commerciale doit disposer de réserves de liquidités nettement plus importantes pour les dépôts disponibles à tout moment pour certains segments de clientèle. C'est pourquoi le taux d'intérêt a été ramené à -0.25 % par an, ce qui signifie que plusieurs banques suisses ont réintroduit des taux d'intérêt négatifs sur certains comptes en francs suisses au cours du mois dernier.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	L'approvisionnement en numéraire diminue rapidement : il y a de moins en moins de distributeurs automatiques en service, et les paiements électroniques remplacent progressivement les agences bancaires.
Euro / Franc suisse	→	→	La stabilité financière dans la zone euro se maintient. À 0.93, l'euro est relativement stable, car il s'est également apprécié de 12 % par rapport au dollar depuis le début de l'année.
Dollar américain / Franc suisse	→↗	↘	La faiblesse du dollar persiste. Le cours au comptant est d'environ 0.80 et le cours à terme à deux ans n'était que de 0.73, un niveau historiquement bas.
Euro / Dollar américain	→↗	↗	L'empire du dollar s'érode. Nous assistons actuellement à un changement notable dans les rapports de force sur les marchés mondiaux des devises.

Obligations

Les anticipations d'inflation sont décisives



Évolution des prix des biens de consommation aux États-Unis de 2019 à 2025 (Source : Bloomberg | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'impact des droits de douane sur l'inflation globale reste limité. Ce sont surtout les biens de base qui sont touchés, un secteur qui a connu une évolution négative, voire déflationniste, des prix au cours des 12 derniers mois. Après une hausse continue, les prévisions d'inflation aux États-Unis, qui ont grimpé à plus de 6 % dans le contexte des litiges douaniers et ont fortement influencé les cours des obligations, devraient à nouveau baisser. C'est pourquoi nous restons confiants à l'égard des obligations pour les cinq mois restants jusqu'à la fin de l'année 2025.

Malgré les incertitudes croissantes sur le plan fiscal, la demande des investisseurs étrangers pour les obligations d'État américaines (« Treasuries ») reste étonnamment stable. Pourtant, il ressort de nombreuses analyses que ce sont surtout les importateurs et les ménages américains qui paient la note de la politique douanière américaine. L'amélioration des recettes fiscales engendrée par les droits de douane ne réduit que de manière minime le déficit budgétaire structurel des États-Unis. C'est probablement l'une des raisons pour lesquelles la demande de couverture de change a augmenté, car à quoi sert le rôle des bons du Trésor en tant que « valeur refuge » mondiale si, comme cette année, il faut accepter des pertes de change à deux chiffres en l'espace de quelques mois ?

Le financement de la dette publique américaine continue de reposer largement sur des bons du Trésor à court terme, une stratégie qui a fait ses preuves mais qui accroît la dépendance de la Fed vis-à-vis du ministre des Finances en matière de politique monétaire et accentue cycliquement la courbe des taux. Depuis quatre mois, le rendement des bons du Trésor à 20 ans est supérieur d'environ 100 points de base à

celui des bons à 2 ans, ce qui ne s'était pas produit depuis de nombreuses années. Si la tendance est à la hausse (avec un taux d'intérêt à long terme d'à peine 5 %) et qu'elle se stabilise ensuite pendant une période qui semble durer une éternité, c'est plutôt une confirmation d'une tendance haussière ou d'une pentification structurelle de la courbe des taux.

Actuellement, le rendement réel aux États-Unis s'établit à près de 2 %, son plus haut niveau depuis la grande crise financière de 2008. En revanche, dans la zone euro, le taux d'intérêt réel est légèrement inférieur à 1 %. Cela donne un avantage financier aux entreprises européennes et les inquiétudes concernant l'Europe sont nettement moins vives sur les marchés obligataires.

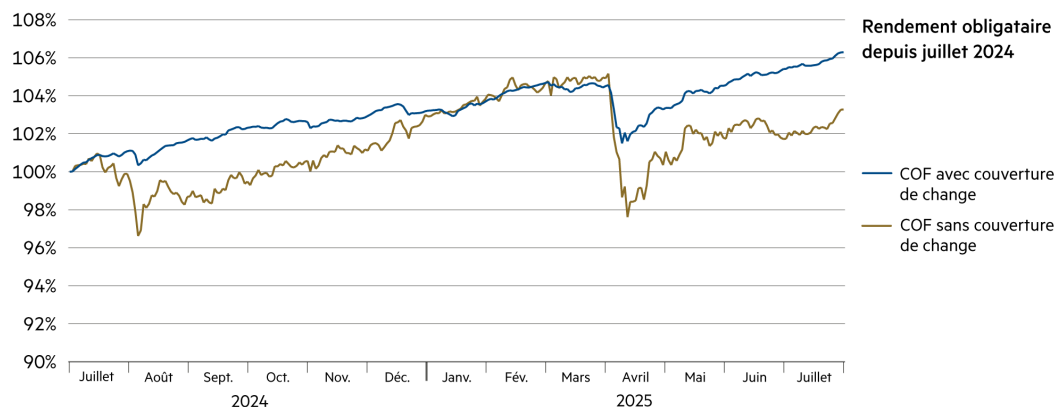
Les données fondamentales sur le segment des obligations d'entreprises restent solides. Les bilans sont sains, ceux des banques européennes, par exemple, affichent des fonds propres deux fois plus élevés qu'il y a quelques années. C'est pourquoi les primes de risque de crédit sur les obligations d'État sont relativement faibles en comparaison historique. Mais les investisseurs se soucient moins des primes de risque que des valeurs absolues.

Les obligations d'entreprises européennes de haute qualité notées « A » offrent actuellement un rendement de 3.0 %. Celles notées « BB » atteignent même 4.6 %. Cela ne permet certes pas de réaliser des gains importants dans le portefeuille, mais ces rendements ne sont certainement pas négligeables. Nous considérons qu'il existe sur ce plan un profil risque/rendement attractif et continuons de privilégier les durées moyennes, car le risque de fluctuations importantes est plus élevé à l'extrémité longue de la courbe des taux.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	➔➤	➔➤	Les États-Unis, financés par la dette, doivent payer 4.2 % d'intérêts sur leurs emprunts d'État à dix ans : Grèce 3.3 %, Allemagne 2.6 % et Suisse 0.3 % (04.08.25).
Obligations d'entreprises	➤	➤	Par rapport au négoce d'actions, le négoce d'obligations d'entreprises est coûteux et peu liquide pour les investisseurs privés. Par conséquent, il est déconseillé.
Obligations hybrides et à haut rendement	➤	➤	Nous restons convaincus que les obligations d'entreprises subordonnées et à haut rendement offrent des rendements supérieurs à la moyenne et enrichissent nos portefeuilles.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Obligations avec couverture de change



Credit Opportunities Fund avec et sans couverture de change du 1er juillet 2024 au 31 juillet 2025 (Source/graphique : Zugerberg Finanz)

Nos solutions obligataires comprennent une variante conservatrice, qui se caractérise par des obligations à long terme avec une excellente solvabilité, et une variante axée sur le rendement, qui privilégie les bons débiteurs et surtout les coupons attractifs. Dans les deux variantes, la couverture des risques de change permet aux investisseurs suisses d'atteindre l'objectif souhaité sans subir de fluctuations monétaires. Comme le montre le graphique ci-dessus, la solution avec couverture du risque de change assure une volatilité nettement plus faible, tant à court qu'à long terme.

À une époque où il faut s'attendre à des rendements obligataires annuels compris entre 1 % et 4 %, de telles perspectives de rendement ne devraient pas être faussées par les fluctuations monétaires. Quelle serait l'utilité d'un rendement de 4 % si l'on devait en même temps accepter une perte de change de 13 % ? C'est exactement ce qui se passerait si les obligations en dollars n'étaient pas couvertes contre le risque de change dans notre portefeuille.

Bien entendu, on peut se demander pourquoi des obligations en dollars et en euros sont incluses dans les solutions obligataires. Premièrement : le marché obligataire suisse en francs est minuscule et peu liquide. De nombreuses entreprises leaders ne sont pas présentes sur ce marché de niche. Deuxièmement : du fait de leur orientation européenne et/ou mondiale, de nombreuses entreprises suisses ont surtout besoin de capitaux en dollars et en euros. Troisièmement : pour des raisons de diversification, nous prenons également en compte des secteurs qui ne sont pas présents sur le marché suisse des capitaux. Cela porte ses fruits.

Fin juillet, le Credit Opportunities Fund (COF), axé sur les primes de risque de crédit, n'était que légèrement inférieur à son record historique. Le volume du fonds, qui s'élève à plus de 500 millions de francs, est réparti sur 214 obligations, dont la durée moyenne s'élève à seulement 2.7 ans. Par conséquent, le risque de taux d'intérêt et donc, la sensibilité aux taux d'intérêt sont faibles.

Le COF a connu les plus fortes fluctuations de son histoire en lien avec les risques de crédit au début de la pandémie de Covid. Lorsque « le monde s'est arrêté », les cours des obligations d'entreprises ont chuté, et les craintes d'une vague de faillites étaient importantes. Pourtant, ces effets ont pu être atténués grâce à des mesures de politique monétaire et fiscale. Les pertes subies en mars 2020 étaient déjà compensées en novembre de la même année. En revanche, lors du cycle mondial de hausse des taux d'intérêt de 2022, le COF a mieux performé que le Swiss Bond Index, composé d'obligations à long terme.

Dans sa fonction conservatrice d'ancre de stabilité, principalement utilisé dans les stratégies de portefeuille à faible allocation en actions, le Zugerberg Income Fund (ZIF) a connu une évolution solide. Au cours des trois dernières années, le rendement total du ZIF s'est établi à +6.0 % (+1.9 % par an), soit pratiquement le même niveau qu'une mise en œuvre passive du Swiss Bond Index. Du fait du retour d'une phase de taux bas, le rendement à l'échéance de l'ensemble des 286 obligations a reculé à +1.3 % par an en moyenne. Plus de 50 % de ces obligations ont une durée résiduelle supérieure à 5 ans. La duration moyenne est de 5.9 ans. Par conséquent, ces rendements pourront être conservés pendant une période aussi longue, alors que les comptes bancaires sont de plus en plus soumis à des taux d'intérêt négatifs.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2025 (rendement sur toute l'année)	+1.5 %	+2.6 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-6.4 % (-0.9 %)	+37.8 % (+2.6 %)
Quantité de mois de performance positive :	56 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	86 PB (-12 PB)	370 PB (-35 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

Les prix des logements en propriété sont en augmentation



Immeubles (Photo : Andreas Busslinger)

Au deuxième trimestre 2025, l'indice des prix des logements privés en propriété a augmenté de 0.9 % par rapport au trimestre précédent. Les prix des appartements en propriété ont progressé un peu plus fortement que ceux des maisons individuelles (+1.7 % selon l'IPRE), le segment moyen enregistrant la hausse la plus importante (+2.5 %). Par rapport au même trimestre de l'année précédente, la hausse des prix dans le segment moyen s'élève à +7.1 % pour l'ensemble de la Suisse, avec une évolution particulièrement marquée dans les régions de Bâle (+9.1 %), Zurich (+7.9 %) et du sud de la Suisse (+7.7 %).

La baisse des taux hypothécaires depuis plus d'un an dope la demande de logements en propriété. Selon l'UBS, les coûts d'utilisation d'un logement en propriété moyen nouvellement acquis sont actuellement inférieurs de près de 20 % à ceux enregistrés début 2024, avant les baisses de taux de la BNS. « De plus, les coûts d'utilisation sont inférieurs de 23 % à ceux d'un logement locatif comparable, ce qui pourrait inciter en particulier les locataires fortunés à envisager d'acheter leur propre logement », concluent les auteurs.

Il en résulte que la demande de logements en propriété devrait rester importante, mais avec une dynamique des prix modérée au cours des prochains trimestres. On constate en outre que l'indice des prix de la construction n'a pratiquement pas évolué en une année (+0.7 %). Au deuxième trimestre 2025, l'indice de la construction dans le secteur résidentiel a légèrement reculé (-0.3 %). Cet indicateur avancé de la conjoncture dans le secteur de la construction en Suisse renforce l'idée selon laquelle ce sont surtout les propriétaires fonciers et les promoteurs immobiliers qui ont profité de la hausse des prix.

En juillet, les crédits hypothécaires au taux SARON étaient d'environ 0.8 %, soit nettement moins que les hypothèques à taux fixe à cinq ou dix ans. Toutefois, l'hypothèque à taux variable basée sur le marché monétaire n'a pas de durée fixe ni de taux d'intérêt fixe, raison pour

laquelle elle n'est pas exempte de risques de taux d'intérêt. En effet, le taux d'intérêt augmente et diminue en fonction du niveau général des taux d'intérêt à court terme. En ce qui concerne les actions immobilières, on constate que l'indice des fonds immobiliers suisses (+2.5 % de rendement total) a moins progressé que le SMI (+4.9 %) au cours des sept premiers mois. Toutefois, nous avons procédé au sein de nos portefeuilles à une sélection qui nous a permis jusqu'à présent de surperformer nettement ces deux indices. Cela concerne aussi bien Mobimo (+11 %) que PSP Swiss Property (+10 %).

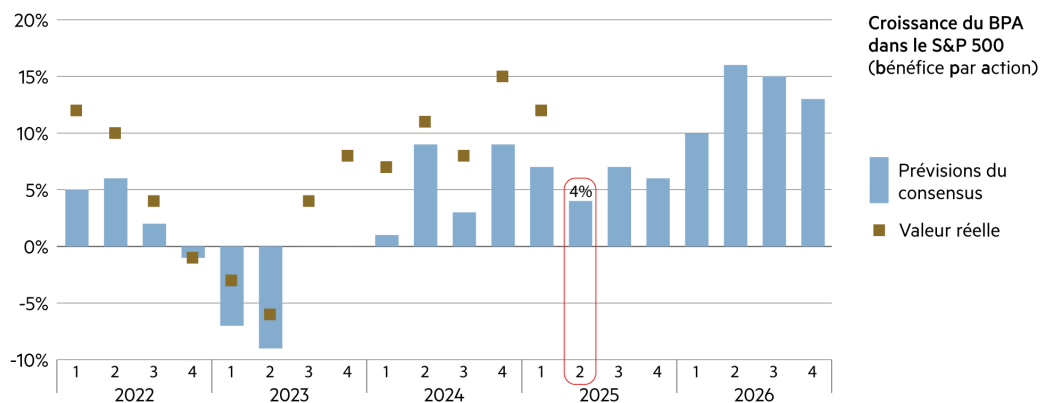
Les immeubles de rendement résidentiels, en particulier, devraient continuer à prendre de la valeur. La croissance des revenus locatifs s'accompagne d'une baisse des taux d'actualisation, en raison des taux d'intérêt très bas. De plus, la demande d'immeubles de rendement émanant de la clientèle institutionnelle (assurances, caisses de pension, etc.) est en hausse, d'autant plus que les perspectives de rendement sur les marchés obligataires tendent vers zéro pour les placements sans risque. De nombreuses caisses de pension sont attentives au « spread de rendement », à savoir la différence entre le rendement immobilier et le rendement des obligations de la Confédération (actuellement 0.3 % sur les obligations à 10 ans). Si cette différence atteint deux points de pourcentage, des biens immobiliers avec un rendement initial net de 2.3 % sont également acquis.

Mais cela recèle aussi des risques. En raison de l'affaiblissement de l'immigration nette et du renforcement de la demande de logements en propriété, la demande de logements locatifs semble s'essouffler. Les loyers élevés ont entraîné une réduction de la consommation de surface habitable au cours des deux dernières années, ce qui signifie que l'on a constaté une augmentation du nombre de ménages plus grands. C'est également pour cette raison que la modération de la production de logements contribue à stabiliser le marché.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	L'indice immobilier CHREF se compose majoritairement d'immeubles de rendement résidentiels et affiche depuis le début de l'année un rendement total de +2.5 %.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	La demande en surfaces continue de baisser, en particulier en dehors des centres. Toutefois, les prévisions tablent toujours sur une hausse de la demande.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	Avec +2.6 % depuis le début de l'année, l'indice suisse des fonds immobiliers (SWIIT) a enregistré un rendement total légèrement supérieur à celui de son indice de référence (CHREF).
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Jusqu'à présent, la meilleure classe d'actifs se maintient bien avec Engie (+38 % de rendement total au cours des 7 premiers mois de 2025), Vinci (+25 %), BKW (+24 %) et Veolia (+14 %).

Actions

Les prévisions sont régulièrement dépassées



Croissance du BPA (bénéfice par action) dans le S&P 500 (Source : Bloomberg | Graphique : Zugerberg Finanz)

Jusqu'à présent, la saison des résultats du deuxième trimestre pour l'indice américain large S&P 500 s'est très bien déroulée. Ainsi, les actions américaines ont pu rattraper leur retard par rapport aux actions européennes. Cependant, un optimisme prudent reste de mise sur cette rive-ci de l'Atlantique. En dépit des incertitudes politiques persistantes et des fluctuations liées aux droits de douane, nous restons confiants grâce à des données fondamentales économiques solides, à une performance boursière élargie et au potentiel de changements politiques favorables à la croissance en Europe.

La saison des résultats du deuxième trimestre du S&P 500 a commencé le 15 juillet. Au 1er août, 73 % des entreprises du S&P 500 avaient publié leurs résultats. Les analystes ont sous-estimé la résilience. Jusqu'à maintenant, 79 % des rapports trimestriels ont dépassé les prévisions de chiffre d'affaires et 84 % également les prévisions de bénéfices. Les estimations du consensus prévoyaient des problèmes importants en raison de la politique douanière. Toutefois, les effets négatifs d'une hausse de 10 % des droits de douane ne devraient se répercuter qu'à hauteur de 3 % sur les bénéfices ; à l'inverse, la baisse de 10 % du dollar a un effet positif d'environ 4 % sur les bénéfices.

Nous pensons que le S&P 500 continuera de dépasser les faibles attentes, comme pratiquement à chaque fois lors des derniers trimestres, ce qui est une bonne nouvelle pour les optimistes. Autre élément intéressant, le ratio d'endettement (le « leverage ») a atteint son plus bas niveau depuis 2014. Cela vient confirmer nos perspectives de croissance réelle robuste et d'une allocation accrue dans les actifs risqués au cours des prochains mois.

L'humeur des marchés s'est laissée induire en erreur par Donald Trump. Il arrive souvent que les annonces à court terme qui font les gros titres soient de mauvaises conseillères. Un thème structurel important du

premier semestre 2025 reste d'actualité : l'Europe opère un changement de cap radical avec sa décision d'investir des sommes considérables dans la défense et les infrastructures, améliorant ainsi sa compétitivité. La viabilité de la dette reste assurée, ce d'autant plus que les impulsions de la croissance devraient soutenir les entreprises et les consommateurs.

En outre, il est également positif que le monde ait plus de sept actions. Après sept mois, les « Magnificent 7 » (Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft, Nvidia...) n'ont pas apporté de contribution positive au rendement de notre portefeuille (en francs). Depuis le début de l'année jusqu'à fin juillet, les actions du Magnificent 7 ont même été à la traîne du marché américain dans son ensemble. Par ailleurs, après de nombreuses années de retenue, les autres actions internationales ont également performé nettement mieux que leurs équivalents américains depuis le début de l'année, notamment grâce à la faiblesse du dollar.

Récemment, l'incertitude concernant la politique douanière s'est renforcée. Parallèlement, les derniers chiffres sur l'emploi indiquent que la politique commerciale commence à avoir des effets négatifs notables sur l'économie américaine dans son ensemble. Le fait que le gouvernement américain ait demandé à la responsable des statistiques de l'emploi de démissionner n'y change rien. Les scénarios du pire, avec des droits de douane punitifs, des baisses drastiques des bénéfices et des risques de récession, sont effectivement moins probables, raison pour laquelle nous maintenons notre surpondération d'actifs risqués. Si les États-Unis revenaient à une politique plus prévisible et favorable à la croissance, cela pourrait même constituer un puissant catalyseur pour une nouvelle dynamique économique au cours des prochains trimestres. Malgré toutes ces nouvelles, il existe également un potentiel de hausse considérable.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	→↗	↗	Après 7 mois, les actions du SMI performent de manière très inégale, de Holcim (+47 %), Swiss Life (+26 %) et Geberit (+22 %) à K+N (-16 %) et Sonova (-24 %).
Actions Zone euro / Europe	→↗	↗	Depuis le début de l'année, les plus fortes contributions au portefeuille en francs suisses ont été réalisées par Axa (+30 %), Siemens (+21 %) et Deutsche Telekom (+11 % en CHF).
Actions Etats-Unis	→	↗	Les contributions au rendement ont été très variables jusqu'à fin juillet : Nvidia (+19 % en CHF) et Microsoft (+14 %) ont mené le bal. Berkshire (-13 %) et Apple (-26 %) ont enregistré de fortes baisses.
Actions Pays émergents	→↗	↗	Grâce aux thèmes de l'IA, de la robotique et de l'automatisation, la réorientation de l'allocation en actions des marchés émergents vers la Chine devrait se poursuivre.

Placements alternatifs

Le centre de gravité économique



Image générée par l'IA de : Roger Rissi

Les quatre derniers mois ont démontré où se trouve le centre de gravité de l'économie mondiale. Il est et reste risqué de ne pas agir conformément aux règles et aux conceptions des États-Unis. Toutefois, il est réjouissant de constater que ce centre de gravité est également celui de l'innovation et du marché mondial des capitaux. Nous ne sommes qu'au début d'un supercycle qui s'accélère et dont les lieux phares se trouvent plus que jamais en dehors des marchés publics des capitaux.

Dans l'espace, l'entreprise à financements privés SpaceX domine le secteur des satellites. Au total, 42 tours de financement auraient été nécessaires. L'entreprise fondée en 2002 explore l'espace à des fins tant civiles que militaires et ne publie aucun bilan. Bien qu'elle ne soit pas encore cotée en bourse, les derniers cours parmi les investisseurs privés permettent de conclure qu'elle devrait être évaluée entre 300 et 400 milliards de dollars, en tous les cas nettement davantage que les entreprises cotées Airbus (environ 135 milliards d'euros) et Boeing (près de 170 milliards de dollars).

Une entrée en bourse de Starlink, le service Internet par satellite de SpaceX, la société spatiale d'Elon Musk, est bien plus probable. En 2024, Starlink a doublé sa clientèle et réalisé un chiffre d'affaires de 6.6 milliards de dollars. Ses revenus récurrents et sa croissance constante rendent une introduction en bourse de plus en plus vraisemblable.

Anthropic, une entreprise active dans le domaine de l'IA créée il y a quatre ans seulement, connaît une croissance spectaculaire et a été

évaluée à près de 150 milliards de dollars dans le cadre de son dernier tour de financement de 5 milliards de dollars. C'est l'une des entreprises leaders dans le domaine de la recherche en IA, qui s'est spécialisée dans le développement de grands modèles linguistiques, avec un accent prioritaire placé sur la sécurité, la fiabilité et la transparence. L'entreprise est surtout connue pour ses assistants IA de la famille « Claude ». Comme de nombreuses start-ups, Anthropic a son siège social dans la Silicon Valley, concrètement à San Francisco, Californie, États-Unis.

Le nombre d'entreprises américaines qui entreront en bourse en 2025 a déjà augmenté par rapport à ces dernières années. Après des débuts discrets, le succès d'introductions en bourse haut de gamme, telles que Coreweave et Circle, a suscité l'intérêt des investisseurs, et plusieurs introductions en bourse de haut niveau sont prévues pour ces prochains trimestres. Ailleurs aussi, les introductions en bourse battent des records. À Hong Kong, 43 entreprises sont entrées en bourse cette année, et 220 autres devraient leur emboîter le pas. En Inde, 140 entreprises prévoient également d'entrer en bourse.

Pourtant, la question déterminante est de savoir comment obtenir un accès équitable à cette classe d'actifs, à savoir aux entreprises tant qu'elles bénéficient encore d'une valorisation modérée et ne sont pas cotées. C'est pourquoi nous détenons depuis plusieurs années au sein de nos portefeuilles des véhicules cotés sur le marché privé, qui ont largement contribué à la diversification et à la performance.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	↘	→↗	Sur le plan des matières premières, le prix du pétrole a fluctué après que Trump a exhorté la Russie à conclure rapidement un cessez-le-feu avec l'Ukraine sous la menace de sanctions.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	L'or pourrait atteindre 4'000 dollars l'once d'ici fin 2026, car la Fed baisse ses taux d'intérêt, ce qui entraîne une chute du dollar et incite les banques centrales à augmenter leurs réserves.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	La faiblesse du dollar devrait persister jusqu'à fin 2026, car la Fed va baisser ses taux d'intérêt. C'est pourquoi il y a lieu d'envisager des solutions ILS couvertes contre le risque de change.
Private Equity	↗	↗	Idéal pour protéger les portefeuilles contre les turbulences et les ralentissements potentiels du marché tout en participant à l'augmentation de la valeur.

Données du marché

Classe d'actifs	Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)			
		31.07.2025	07/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Actions							
SMI	CHF	11'836.0	-0.7%	+2.0%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'525.4	-0.1%	+6.8%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	24'065.5	0.0%	+19.2%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'772.0	+0.7%	+4.0%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	40'987.7	+2.3%	+18.3%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	9'132.8	+2.8%	+5.6%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'319.9	-0.4%	+7.3%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	44'131.0	+2.4%	-7.2%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'339.4	+4.5%	-3.5%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	21'122.5	+6.1%	-2.1%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	41'069.8	-0.7%	-3.6%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	81'185.6	-2.8%	-9.1%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'076.0	+3.6%	-1.6%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'243.2	+4.0%	+3.4%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligations (divers)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.4	-0.7%	-0.5%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	185.7	-0.1%	+1.5%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	371.2	+0.5%	+3.0%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	280.3	+0.5%	+3.1%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Emprunts d'Etat							
SBI Dom Gov	CHF	184.1	+0.7%	-1.5%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	137.4	-0.8%	+0.8%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	178.1	-0.4%	-1.1%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Obligations d'entreprise							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.1	+0.3%	+0.6%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.1	-0.4%	+1.7%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	622.9	+0.0%	+2.5%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.5	+0.3%	+0.9%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	310.2	+0.9%	+2.5%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Placements alternatifs							
Or Spot CHF/kg	CHF	85'917.9	+2.0%	+12.2%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	101.2	+1.5%	-8.3%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'819.3	+0.4%	+3.8%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Devises							
Dollar / franc suisse	CHF	0.8123	+2.4%	-10.5%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / franc suisse	CHF	0.9274	-0.8%	-1.4%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5388	-2.2%	-6.5%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0728	-1.5%	-5.5%	+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 31/07/2025 ; données économiques au 31/07/2025 ; pronostics économiques au 31/07/2025. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.