



L'automne offrira de nombreuses opportunités

Actuellement, l'économie mondiale traverse une phase qui lui impose d'adapter les innovations et d'accroître la productivité. En dépit des fluctuations importantes des actions de la tech et des valorisations des entreprises liées à l'IA, nous sommes d'avis que les perspectives de développement réelles constituent une opportunité de taille.

Il est vrai qu'en ce moment, les marchés (des semi-conducteurs) en particulier, sont embourbés dans l'âpre jeu croisé entre l'avidité et la peur des investisseurs. De nombreux investisseurs ont eu recours à l'effet de levier (« leverage ») afin de renforcer leurs positions, et les Hedge Funds contribuent souvent à attiser l'élan actuel vers le haut (entre avril et juin) puis vers le bas (en juillet). Cela explique également pourquoi même de bons rapports trimestriels ne sont parfois pas en mesure de « sauver » les cours des actions des entreprises concernées

d'un repli inattendu.

Mais il ne s'agit là que de la partie émergée de l'iceberg, et nous nous intéressons davantage aux fondamentaux sous-jacents. Nous analysons méticuleusement les différents facteurs ayant un impact sur l'évolution de l'entreprise, son chiffre d'affaires, ses marges et de ses bénéfices.

D'une manière générale, nous continuons à constater un optimisme parfois euphorique, parfois modéré, chez les directeurs d'achat, en fonction de l'état de leur carnet de commandes actuel. En Europe justement, il arrive souvent que les attentes sur le plan des bénéfices soient souvent si basses qu'il n'est guère surprenant que la plupart des rapports semestriels aient jusqu'à présent dépassé les estimations des analystes.

Mouvement de rotation défensif en juillet

En juillet, les marchés financiers étaient caractérisés par une profonde crainte liée à une éventuelle bulle de l'IA. Ils ont liquidé leurs positions mondiales, parfois à effet de levier, sur les actions des semi-conducteurs et d'autres valeurs technologiques liées à l'IA. Cela a entraîné une chute massive de l'indice américain des semi-conducteurs SOX (-20.6 %) et de l'indice sud-coréen Kospi (-22.2 %). L'indice européen de la tech (STXE 600 Technology, -7.3 %) a connu une baisse similaire à celle du Nasdaq 100 américain (-6.6 %). L'indice des marchés émergents (-3.3 %) a connu quelques jours difficiles, mais a tout de même terminé le mois que sur une légère baisse.

Les indices boursiers européens, comme le DAX allemand (+2.5 %) et le CAC 40 français (+1.3 %), ont profité de la rotation vers les valeurs défensives. Le SMI suisse (+1.1 %) a connu un bon mois et s'est nettement démarqué de l'indice boursier mondial (+0.5 %). Cette rotation vers les valeurs défensives n'a eu lieu qu'au sein de la classe d'actifs des actions. Les classes d'actifs les plus risquées n'ont rien perçu de tel, bien au contraire : celles-ci ont été marquées par des pertes sur les placements nominaux. En juillet également, les obligations ont enregistré des

pertes relativement importantes en raison de la hausse des taux d'inflation à l'échelle mondiale. Sur le mois, le Swiss Bond Index a tout de même enregistré une baisse (-1.1 %) légèrement inférieure à celle de l'indice mondial des obligations (-1.4 %).

Dans la classe de risque la plus basse (R1 : -0.5 %) 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 plus élevées ont légèrement progressé dans le contexte difficile du mois de juillet et sont en zone positive depuis le début de l'année (R3 : +0.7 %, R4 : +1.8 % et R5 : +3.4 %). C'est la stratégie axée sur les dividendes qui a enregistré la plus forte progression en juillet (RDividendes : +1.8 %). Son rendement total après sept mois (+6.1 %) devrait continuer à progresser au cours du second semestre.

Nos solutions DecarbRevo (+10.3 % à +14.2 % 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.

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

Performance des stratégies*

	Juillet 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz R1	-0.5%	-1.2%
Zugerberg Finanz R2	+0.1%	-0.2%
Zugerberg Finanz R3	+0.0%	+0.7%
Zugerberg Finanz R4	+0.2%	+1.8%
Zugerberg Finanz R5	+0.5%	+3.4%
Zugerberg Finanz RDividendes	+1.8%	+6.1%
Zugerberg Finanz Revo1	-0.2%	-1.1%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.3%	-0.5%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.3%	+0.5%
Zugerberg Finanz Revo4	+0.5%	+1.6%
Zugerberg Finanz Revo5	+0.7%	+2.8%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+1.9%	+5.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-2.5%	+10.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-2.7%	+12.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-2.8%	+14.2%

Zugerberg Finanz Libre passage

Performance des stratégies*

	Juillet 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.7%	-2.1%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-0.2%	-1.3%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.0%	-1.0%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.1%	-0.4%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.4%	+0.9%
Zugerberg Finanz Libre passage R5	+0.5%	+3.4%
Zugerberg Finanz Libre passage RDividendes	+1.8%	+6.1%

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

Performance des stratégies*

	Juillet 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.2%	-1.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.3%	-0.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.3%	+0.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.5%	+1.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.7%	+2.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+1.9%	+5.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-2.5%	+10.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-2.7%	+12.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-2.8%	+14.2%

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

Macroéconomie

Les espoirs pour le second semestre sont toujours intacts



Fabrication de microprocesseurs sur une « plaquette », un disque mince constitué d'un matériau semi-conducteur, généralement du silicium (Source de l'image : stock.adobe.com)

Les répercussions de l'intervention militaire des États-Unis dans la région du Moyen-Orient ont engendré, à l'échelle internationale, une augmentation des tarifs de l'énergie et des frais de transport, une hausse des indices de l'inflation et un déclin du moral des consommateurs. Les traces laissées sur les entreprises de biens de consommation ont été bien plus marquées que celles des laboratoires pharmaceutiques. Selon l'expérience, les pathologies sont résistantes aux aléas conjoncturels. Dans le secteur automobile, les chiffres des ventes ont reculé dans le monde entier. Dans les domaines de la construction mécanique et de la robotique, bien qu'on ait assisté à de nouveaux records de commandes dans le domaine de l'automatisation de la production, on a cependant également constaté des retards de commandes liés à la guerre et des reports de projets d'investissement.

Dans l'ensemble, la situation macroéconomique n'est pas si facile à saisir. Tant sur le plan des pays que des secteurs d'activité, il restait difficile de déterminer, à la fin du premier semestre, si les résultats publiés étaient davantage influencés par des facteurs de réussite propres aux entreprises ou par des événements macroéconomiques (choc des prix de l'énergie, etc.). Même les banques centrales semblent se creuser la tête. Aux États-Unis, le manque d'unanimité au sein du Comité fédéral de l'open market, chargé de fixer le taux directeur, a même été annoncé publiquement.

Certains membres souhaitaient réagir à l'inflation générée par le président américain en procédant à une augmentation du taux directeur, comme si cela permettait d'influencer la guerre au Proche-Orient et, de ce fait, les prix de l'énergie. Quoiqu'il en soit, il est intéressant de constater qu'aux États-Unis, l'économie dépend avant tout des investissements colossaux liés aux modèles d'affaires de l'IA et aux centres de données. Ceux-ci expliquent environ 60 % à 70 % de la croissance du PIB au premier semestre. Sans ces investissements, les États-Unis

seraient au bord de la récession.

En Europe, le marché intérieur est une véritable source de prospérité depuis plus de 30 ans. Certains pays, comme la Pologne, en profitent plus que d'autres. Ce sont des pays dans lesquels les personnes au pouvoir ont tenté de détourner à leur profit tout transfert de fonds, comme en Hongrie jusqu'à une date récente. Aujourd'hui, un nombre croissant de pays d'Europe du Sud-Est souhaitent accéder à ce marché unique, et même l'insulaire Grande-Bretagne aspire à nouveau à une simplification des règles pour les échanges de biens et de services avec l'Europe continentale.

L'Europe dispose encore d'un important potentiel pour poursuivre sa réussite et renforcer sa compétitivité. En raison de sa structure démographique, l'Europe dispose d'un taux d'épargne important, qui devrait être dirigé davantage vers des investissements productifs et des entreprises innovantes. Le fondateur d'Apple, Steve Jobs, a dit un jour : « Design is not just what it looks like [...]. Design is how it works. » Cela s'applique bien sûr également à la « Policy Design » au sein de l'Union européenne. Pour unir ses forces, elle ne doit pas se limiter à adopter une perspective nationale, mais aussi prendre en compte les avantages pour l'Europe. Au bout du compte, tout le monde en profite, y compris la Suisse.

Et nous devons en avoir conscience lorsque nous nous demandons si nos économies peuvent encore tenir le rythme – par exemple face au développement fulgurant de la production de haute technologie et de l'automatisation en Chine : ce n'est pas un pays ou un secteur qui est compétitif ou non. Cette manière de voir est trompeuse. La concurrence ne se joue pas entre des systèmes abstraits, mais entre des entreprises – sur des marchés concrets et avec des clientes et clients concrets. On devient compétitif quand une entreprise se mesure à ses concurrents, en tirant les leçons de ses succès et de ses échecs, et en s'adaptant en permanence.

Région	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Le baromètre conjoncturel du KOF a atteint 103.5 points en juillet 2026. L'économie suisse devrait enregistrer une croissance réelle de 1.2 % cette année (BNS).
Zone euro, Europe	↗	↗	En 2026, l'économie est en croissance et fait montre de résilience, stimulée par une expansion modérée, un marché de l'emploi stable et des champions régionaux.
Etats-Unis	↗	↗	Au deuxième trimestre, la croissance du PIB réel a été très faible (+1.5 % par rapport à l'année précédente). Au mieux, la croissance sera de 2 % cette année ; en 2027, elle sera plutôt inférieure.
Reste du monde	↗	↗	La faiblesse de la croissance chinoise reste une grande déception. Les investissements dans les installations (-6 %) et l'immobilier (-18 %) ont fortement reculé.

Liquidités, devises

Le dollar atteint un pic intermédiaire



Le dollar américain face au franc suisse, d'août 2022 à juillet 2026 (Source : Bloomberg | Graphique : Zugerberg Finanz)

Sous l'influence de la guerre et des prix de l'énergie, le dollar évolue depuis le printemps 2026 à un niveau intermédiaire élevé. À un peu moins de 0.81 franc pour un dollar, le taux de change reste toutefois nettement inférieur à celui d'il y a quatre ans, lorsqu'il s'établissait encore à 1.00 franc. L'écart important entre les taux d'inflation actuels aux États-Unis (3.5 %, tendance en hausse) et en Suisse (0.6 %, tendance stable), ainsi que les coûts élevés de couverture (17 % au cours des quatre dernières années pour les investisseurs en francs) sur les marchés financiers, indiquent clairement que la dépréciation du dollar devrait se poursuivre à moyen terme.

Le taux de change avec le dollar est fortement influencé par les communications de la Réserve fédérale américaine (Fed). Sous l'égide de son nouveau président, Kevin Warsh, l'incertitude liée à la voie que prendra à l'avenir la politique monétaire américaine s'est accrue. Ce n'est pas inhabituel au début d'un mandat. La gestion des anticipations en matière de politique monétaire a également été compliquée par la mise en place de pas moins de cinq nouvelles commissions chargées d'examiner la politique monétaire et la communication y relative.

La décision de ne pas relever le taux directeur aux États-Unis était largement attendue. À elle seule, elle n'aurait pas ébranlé les marchés, mais c'est plutôt l'interprétation que Warsh a donné à cette décision (il y a eu, quoiqu'il en soit, trois opinions divergentes en faveur d'une hausse des taux) et la manière dont il l'a communiquée qui ont joué un rôle. Ce sont les courtiers en obligations qui analysent minutieusement ces communiqués afin de prévoir la future évolution de l'inflation et de la politique monétaire. Par conséquent, les décisions de la Fed et ses communiqués exercent une influence déterminante sur les taux d'inté-

rêt actuels du marché.

La majorité des courtiers en obligations estime désormais que Kevin Warsh, nommé à la tête de la Fed par Donald Trump, s'engage pleinement en faveur d'une baisse des taux d'intérêt. C'est son droit le plus strict, et il y aurait d'ailleurs de bonnes raisons à cela. Toutefois, ces dernières n'ont pas été exposées ni expliquées. L'inflation sous-jacente aux États-Unis s'établit à seulement 2.6 %, soit un chiffre relativement proche de l'objectif de politique monétaire de « 2 % en moyenne ».

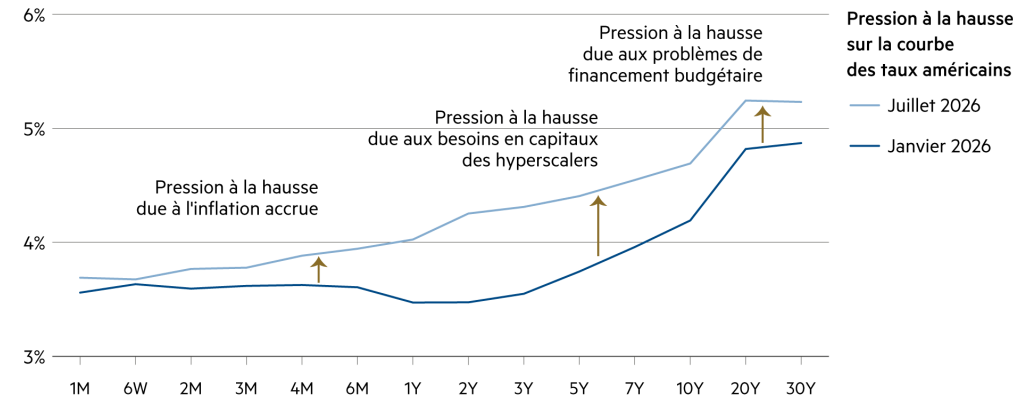
Pourtant, le marché obligataire n'a pas apprécié l'intervention de Warsh, et de nombreux négociants se sont débarrassés de leurs obligations à long terme. Ils ont sans doute estimé qu'il existe de bonnes chances que la Fed entende maintenir les taux d'intérêt à un niveau trop bas pendant trop longtemps, risquant ainsi d'attiser l'inflation. Le choc subi par les investisseurs obligataires en 2022 est encore présent dans tous les esprits.

Les remarques de Warsh ont éveillé les doutes du marché concernant l'engagement de la Fed dans la lutte contre l'inflation. Cela a entraîné une baisse des cours et une hausse des rendements. Le rendement des obligations à 30 ans a grimpé en flèche, pour atteindre 5.3 %, son plus haut niveau depuis 19 ans, soit 43 points de base de plus qu'au début de l'année. Il est vrai qu'il ne s'agit « que » d'un écart de rendement de 9 %, mais en raison de l'effet des intérêts composés, cela se traduit, sur toute la durée d'une obligation à 30 ans, par une augmentation de 17 % du service de la dette par rapport au début de l'année. L'écart croissant de taux d'intérêt par rapport au franc suisse constitue sans doute une raison supplémentaire pour laquelle le dollar va se déprécier à long terme.

Classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Les dépôts à vue des banques commerciales auprès de la BNS qui dépassent le seuil continueront d'être rémunérés à un taux clairement négatif (-0.25 %).
Euro / Franc suisse	→	→	Avec un cours de 0.93, l'euro reste relativement fort à la fin du mois de juillet et inchangé par rapport au début de l'année, en dépit d'une inflation et de taux d'intérêt plus élevés.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	À 0.8075, le taux de change USD/CHF à la fin du mois de juillet reste pratiquement inchangé par rapport au mois précédent : il devrait s'agir d'un pic temporaire à moyen terme.
Euro / Dollar américain	→	↗	À 1.15, le cours reste supérieur à la moyenne des cinq dernières années. La Fed a récemment vendu l'euro fort afin de soutenir le yen faible.

Obligations

Pression à la hausse sur les taux d'intérêt



Pression à la hausse sur la courbe des taux d'intérêt : l'exemple des États-Unis en janvier par rapport à juillet 2026 (Source : Bloomberg | Graphique : Zugerberg Finanz)

Dans le monde entier, les courbes des taux d'intérêt sont plus élevées qu'en début d'année. Les bons du Trésor américain, qui sont très liquides, permettent de l'illustrer de la manière la plus simple : sur les échéances courtes, la hausse des taux d'inflation, due aux droits de douane et à la guerre, a entraîné une augmentation encore modérée de 20 points de base. Sur les échéances longues, les rendements sont supérieurs d'environ 43 points de base à ceux du début de l'année. Le rendement des bons du Trésor à 30 ans a atteint 5.3 %, son plus haut niveau depuis 19 ans. C'est toutefois sur les obligations à 2 à 5 ans que la hausse a été la plus forte. La progression y a été très importante, et s'élève respectivement à 82 et 72 points de base.

Les investisseurs s'intéressent souvent aux rendements des obligations d'État à 10 ans. Celles-ci ont considérablement augmenté partout depuis le début de l'année. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les rendements ont augmenté de près de 60 points de base : aux États-Unis, les rendements obligataires sont ainsi passés de moins de 4.2 % à plus de 4.7 %, et au Royaume-Uni, de 4.4 % à 5.0 %. Au Japon, la hausse a été plus forte (71 points de base), tandis qu'en Allemagne, elle a été plus modérée (35 points de base). En Suisse, elle a représenté 16 points de base.

Pour les obligations à court terme, les hausses de rendement ont été plus marquées. Au Royaume-Uni, les rendements des obligations d'État à 2 ans sont passés de 3.7 % à 4.4 %, en Allemagne de 2.2 % à 2.8 % et en France de 2.2 % à 3.0 %. Cela tient avant tout à l'avidité en capitaux des hyperscalers, qui ont aspiré les liquidités des différents marchés financiers du monde entier afin de financer leurs investissements immenses. Ce faisant, ils ont non seulement renchéri le coût des

obligations d'entreprise en tant que telles, mais ont également fait grimper la courbe des taux d'intérêt, notamment dans sa partie intermédiaire, pour leurs solutions Cloud. Ils compliquent ainsi le refinancement des États déjà fortement endettés.

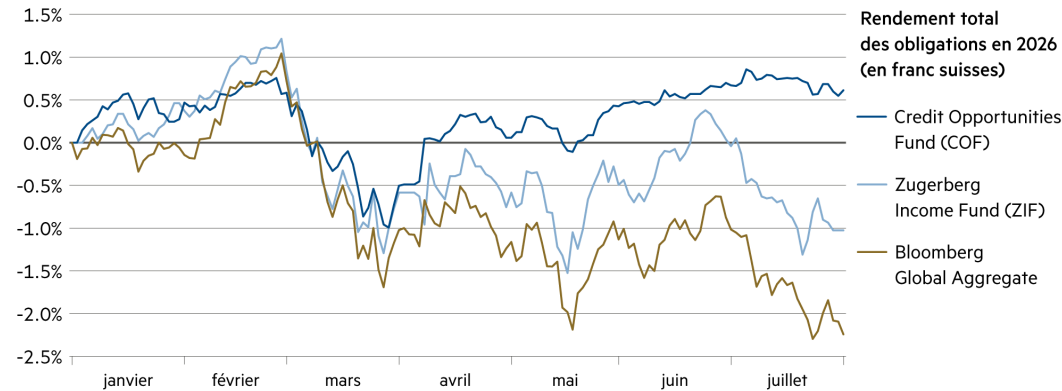
Sept semaines seulement s'étaient écoulées depuis que le nouveau président de la Réserve fédérale américaine (Fed), Kevin Warsh, avait promis de rétablir la réputation de la banque centrale en tant que bastion contre l'inflation. Mais lorsqu'il s'est présenté devant la presse il y a une semaine afin d'expliquer pourquoi la Fed ne modifierait toujours pas ses taux directeurs, de nombreux analystes ont été déçus. C'est le défaut de crédibilité des déclarations de Warsh qui a incité les opérateurs à se débarrasser des obligations d'État à plus longue échéance. C'est pourquoi les rendements des bons du Trésor à 30 ans ont grimpé à 5.3 %, leur plus haut niveau depuis 19 ans. Ces rendements élevés intègrent d'une certaine manière une prime de risque d'inflation à long terme due à l'incertitude liée à la politique monétaire.

On ignore même si, sous la direction de Warsh, l'objectif d'inflation de la Fed, fixé à « 2 % en moyenne », sera modifié avant que l'économie américaine ne revienne à un taux d'inflation de 2 %. Une inflation élevée entraîne un désendettement réel. Étant donné que les États-Unis sont confrontés à d'importants problèmes budgétaires, la perspective d'une inflation durablement élevée conserve un certain attrait. Immédiatement après le discours de Kevin Warsh, le dollar a perdu 1.5 % de sa valeur par rapport au franc suisse. Se couvrir contre le risque de change du dollar par rapport au franc suisse coûte actuellement environ 4 % par an.

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. C'est pourquoi les rendements ont atteint 5,3 %.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Selon l'indice iTraxx Europe, les primes de risque de crédit sont restées pratiquement stables. Ce n'est que dans le secteur des hyperscalers, comme Oracle, que des primes de risque supplémentaires ont été observées.
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 et a retrouvé à présent un niveau modéré de 261.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Un mois de juillet difficile pour les obligations



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

En juillet, l'indice obligataire mondial est retombé près de son plus bas niveau annuel du 19 mai (- 2.2 %) et a clôturé le mois à -2,2 %. L'indice Swiss Bond est lui aussi repassé en territoire négatif (- 0.3 %) en raison de la hausse des rendements des obligations d'État et se situe toujours nettement en dessous de son niveau d'il y a cinq ans (-2.9 %). Le Zugerberg Income Fund (-1.0 %) a évolué de manière très similaire à celle du Swiss Bond Index depuis le début de l'année. Le Credit Opportunities Fund a connu des fluctuations moins importantes (ce qui est plutôt contre-intuitif compte tenu de sa notation moyenne plus modeste). Le COF reste également légèrement en hausse, ce qui est devenu rare cette année parmi les fonds obligataires.

Au cours des sept premiers mois, les obligations d'État n'ont pas été les seules à souffrir. Les obligations d'entreprises ont également connu des moments difficiles, ce qui a compliqué la gestion active des portefeuilles d'obligations d'État et d'entreprises.

L'un des principaux constats de ces sept premiers mois de l'année concerne l'engagement accru des hyperscalers, avec des émissions dans de nombreux pays et différentes devises. Cependant, ceux qui ont investi tôt n'ont pas forcément eu la main heureuse. Oracle, par exemple, a émis en septembre 2025 une obligation à 30 ans assortie d'un coupon de 5.95 % pour un montant de 3.5 milliards de dollars. La notation tout comme les perspectives semblaient encore solides. Mais le cours a chuté de 22 % depuis son émission il y a dix mois, ce qui signifie que, malgré les intérêts courus, le rendement global affiche à ce jour une valeur négative de -17.2 %.

Nous avons alors décidé de ne pas intégrer cette obligation dans le portefeuille, malgré le fait qu'elle ait été incluse dans les indices obliga-

taires passifs. Cette décision se justifie également pour une autre raison. Si l'investisseur individuel perçoit un coupon de 6 %, il doit en déclarer environ un tiers (soit environ 2 %) comme revenus d'intérêts. Étant donné que nous couvrons systématiquement les devises étrangères dans les solutions obligataires Zugerberg, ce qui coûte environ 4 % par an dans le cas du dollar, il ne resterait au final quasiment rien pour l'investisseur – à part le risque d'une perte de cours. Nous tentons de contourner cette asymétrie relativement unilatérale grâce à une gestion intelligente du portefeuille.

L'une des mesures consiste à placer davantage de capitaux sur le marché des obligations en francs suisses. Il s'agit toutefois d'un marché minuscule (à l'échelle mondiale), aux liquidités limitées, ce qui ne permet pratiquement pas d'avoir recours à des algorithmes d'optimisation. Une deuxième mesure consiste à privilégier les obligations qui se négocient dans une fourchette comprise entre 85 et 95. Si le remboursement a lieu à 100, au moins une partie du rendement total est exonérée de l'impôt sur le revenu. D'autres mesures permettent d'obtenir de petits succès, même dans un environnement financier difficile.

La complexité liée à la sélection des obligations d'entreprise est souvent sous-estimée. En comparaison avec les actions, la structure des données est toutefois nettement plus complexe, car les différentes obligations émises par une même entreprise ne sont pas directement comparables en raison de caractéristiques telles que les durées, les coupons, les rangs et les notations, la convexité, etc. De plus, le cours des obligations cotées au sein du ZIF est fortement influencé par le risque de taux d'intérêt systémique. Pour les obligations cotées au sein du COF, c'est le risque de crédit qui prédomine.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2026 (rendement sur toute l'année)	-1.0 %	+0.6 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-7.4 % (-0.9 %)	+39.6 % (+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)	96 PB (-1 PB)	352 PB (aucun changement)
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 projets d'infrastructure se multiplient



Développement des infrastructures de transport (source de l'image : stock.adobe.com)

Actuellement, les investissements dans les infrastructures sont davantage mis en œuvre par des véhicules de financement privés que par des entreprises cotées en bourse. Bien entendu, il existe de grands concessionnaires, comme Vinci, société cotée en bourse, qui, avec ses 294'000 collaborateurs, exploite des aéroports, des routes à péage et des solutions énergétiques dans plus de 120 pays. Mais les investisseurs du marché privé, tels que Partners Group, sont encore plus puissants et, surtout, disposent de moyens financiers plus importants.

Le secteur des infrastructures revêt une envergure colossale. Au cours des cinq prochaines années, près de 3'000 milliards de dollars devraient être investis chaque année (!) dans le domaine des énergies renouvelables. Dans le domaine des centres de données, les hyperscalers nous indiquent qu'au moins 3'000 milliards de dollars supplémentaires au total seront investis d'ici 2030. À cela s'ajoutent les dépenses liées aux voies de transport (lignes ferroviaires, routes, ports, aéroports) ainsi qu'à l'approvisionnement quotidien en eau et au traitement des eaux usées. Dans de nombreux projets, il faut certes agir à l'échelle de l'année, mais il est impératif de penser en termes de décennies.

Les infrastructures constituent une classe d'actifs qui se distingue nettement de l'immobilier. Pour investir, on peut opter d'une part pour des actions cotées, des fonds cotés et des ETF, ou d'autre part pour des véhicules non cotés proposés par des acteurs du marché privé. Le plus grand acteur mondial est la société canadienne Brookfield, qui gère actuellement environ 175 milliards de dollars dans le secteur des infrastructures (sur un total de 614 milliards de dollars d'actifs). Brookfield est réputée pour générer des flux de trésorerie disponibles résilients dans tous ses secteurs d'activité opérationnels et a attiré, rien qu'en

2025, environ 108 milliards de dollars d'engagements de nouveaux capitaux. L'infrastructure liée à l'IA devrait constituer l'un des axes prioritaires à l'avenir.

Chez Partners Group, investisseur sur les marchés privés, les infrastructures constituent désormais le deuxième secteur en importance et, bien que son portefeuille diffère de celui de Brookfield, ses ambitions restent elles aussi très élevées. Rien qu'à la fin du mois de juin, un tour de financement de 20 milliards de dollars a pu être bouclé : 15 milliards de dollars sont destinés à des investissements directs dans des projets d'infrastructure, et 5 milliards de dollars à des transactions dites « de marché secondaire », alors que l'objectif initial était de 3 milliards de dollars. La confiance dans ses compétences en matière d'investissement reste donc intacte.

Au total, Partners Group gère déjà plus de 40 milliards de dollars dans le secteur des infrastructures. D'ici 2033, ce montant devrait dépasser les 100 milliards de dollars. Le principe est le même que dans la Private Equity : le gestionnaire acquiert une participation, influence activement son développement afin de la revendre ultérieurement, de la manière la plus rentable possible, par le biais d'une introduction en bourse ou d'une cession. Partners Group, par exemple, mise sur les fournisseurs d'énergie de nouvelle génération afin de profiter indirectement de l'essor des centres de données dédiés à l'IA.

Un autre domaine d'infrastructure se développe dans l'espace, par exemple avec une flotte de satellites. Il n'y a pas que Starlink, loin s'en faut. D'autres prestataires font leur entrée sur ce marché, fournissant en quelque sorte l'infrastructure technique nécessaire à un monde moderne basé sur l'IA.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→↗	↗	Les prêts hypothécaires SARON devraient rester avantageux pendant encore quelques trimestres, ce qui permettra de freiner l'inflation des coûts du logement et favorisera la croissance structurelle du secteur de la construction.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	Sur le marché immobilier commercial, les perspectives de rendement sont plus élevées et les prix de transaction (mesurés par rapport aux Cashflows) sont plus bas. Mais les risques sont bien présents là aussi.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	Les indices suisses (SWIIT : -0.4 % depuis le début de l'année ; CHREF : +0.1 %) ne parviennent toujours pas à attirer de nouveaux investisseurs, alors qu'il s'agit d'une classe d'actifs dont la valorisation est structurellement élevée.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Des revenus stables, insensibles à la conjoncture, et une protection à long terme contre l'inflation constituent les deux facteurs essentiels en raison desquels les caisses de pension y investissent jusqu'à 10 % de leurs actifs.

Actions

Les fluctuations restent importantes

Le jeu croisé entre l'avidité et la peur, combinée à l'utilisation massive d'ETF à effet de levier et d'algorithmes, tend à provoquer des fluctuations records sur les actions liées à l'IA. IBM chute de 25 % en une journée, puis, quelques jours plus tard, Microsoft monte de 18 %, et le lendemain, c'est même l'ensemble de l'indice sud-coréen qui progresse de 18 %. Et ce malgré le fait qu'il venait de perdre 39 % en l'espace d'environ cinq semaines – sa pire période depuis octobre 2008. En juillet, les bulles liées à l'IA se sont quelque peu dégonflées, car de nombreuses entreprises n'ont pas été en mesure de présenter de stratégie de monétisation convaincante pour leurs investissements toujours élevés dans l'IA. Chez Amazon, c'était exactement l'opposé, raison pour laquelle son action a immédiatement bondi de 18 %.

Sur le plan de l'économie réelle, les actions recèlent encore un potentiel important. D'une manière générale, les niveaux de valorisation restent raisonnables. Certains segments sont à la merci des investisseurs spéculatifs, car les marchés connaissent des fluctuations tout simplement incroyables.

Mais il existe également des marchés qui ont continué à évoluer de manière solide, loin des gros titres consacrés aux puces électroniques et à l'IA, et qui devraient poursuivre sur cette lancée à l'avenir. Si l'on considère par exemple le rendement des bénéfices en Suisse, celui-ci dépasse de 6 % le taux d'inflation. Il s'agit de magnifiques perspectives de plus-value réelle pour les investisseurs orientés sur le long terme.

En effet, le marché boursier suisse a adopté un rythme plus estival en juillet, se caractérisant plutôt par un battement régulier, ce qui aurait plutôt réjoui un cardiologue. Sans fluctuations majeures, il a affiché un rendement respectable (+1.1 %) et, après la baisse induite par la guerre en mars (-8.8 %), a réalisé une performance mensuelle positive pour la quatrième fois consécutive.

Vers la fin du mois, le Swiss Market Index (SMI) a même atteint un nouveau record historique à 14'535 points et affiche une nette progression depuis le début de l'année (+8.1 %). En juillet, Sika (+9 %) et Swiss Life (+7 %) ont fait partie des bonnes surprises du SMI, tandis qu'Amrize (-6 %) et ABB (-9 %) ont figuré parmi les mauvaises. Deux poids lourds, Nestlé (-2 %) et Novartis (aucun changement), n'ont pas contri-

bué à la progression du SMI, tandis que Roche (+6 %), avec son portefeuille comptant jusqu'à 19 médicaments susceptibles d'être lancés d'ici 2030, a tiré le SMI vers le haut.

Après sept mois, l'Euro Stoxx 50 (+9.8 %) affiche également une légère hausse. Même les marchés américains, pourtant volatils, n'ont pas réussi à rivaliser. Le Nasdaq, axé sur les technologies (+9.2 %), se situe légèrement en dessous de l'indice large S&P 500 (+9.4 %), mais au même niveau que le Dow Jones, qui regroupe les valeurs phares typiques des États-Unis (+9.2 %).

Quant aux États-Unis, ils ont connu de loin leur meilleure saison des résultats depuis des années, en particulier dans les groupes technologiques. Il est vrai que certains analystes trouvent toujours quelque chose à redire, mais dans l'ensemble, le boom de l'IA a nettement dépassé les prévisions de bénéfices, ce qui indique que le repli des actions du secteur des puces électroniques était sans doute quelque peu exagéré.

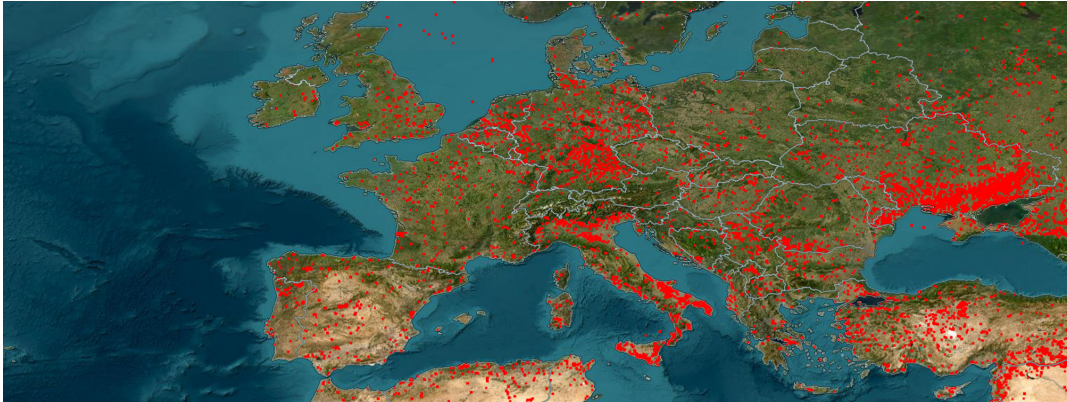
Pour le S&P 500, les prévisions de chiffre d'affaires par action pour les deux prochaines années se situent à environ +8 % (soit environ 4 % de plus que l'inflation) et les prévisions de bénéfices à environ +12 % (2026/27) et +11 % (2027/28). Les prévisions de cashflow ne constituent pas des indicateurs fiables du fait des investissements cycliques dans les centres de données. Toutefois, les ratios cours/bénéfice plutôt faibles, déduits des prévisions pour les années 2027 (18) et 2028 (16), indiquent que le marché boursier présente encore un potentiel de hausse, même si l'économie connaît un léger ralentissement, comme c'est actuellement le cas aux États-Unis.

En Europe, la dynamique économique s'accélère. Les taux d'inflation y sont plus faibles, tout comme les prévisions de chiffre d'affaires (+5 % ; soit seulement environ 2 % de plus que l'inflation). Mais surtout, on estime que les actions européennes de l'indice Stoxx Europe 600 présentent un faible potentiel de croissance sur le long terme. Toutefois, les prévisions de bénéfices, d'environ +9 % (2026/2027) et +15 % (2027/2028), sont prometteuses, car les valorisations sont faibles. Celles-ci se traduisent par un ratio cours/bénéfice de 14 en 2027 et de 12 pour 2028, avec de généreux flux de dividendes compris entre 3 % et 4 %.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Vers la fin du mois, le Swiss Market Index (SMI) a atteint un nouveau record historique à 14'535 points.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	En juillet, les titres énergétiques (+9 %) ont devancé les banques (+6 %) ainsi que les prestataires de services financiers, les assurances et l'automobile (tous à +5 %) ; le secteur technologique (-7 %) a affiché la plus faible performance.
Actions Etats-Unis	↗	↗	Les leaders technologiques après 7 mois : Amazon (+18 %), Apple et Alphabet (+14 % chacun), ainsi que Nvidia (+8 %). En baisse : Microsoft (-3 %), IBM (-24 %) et Tesla (-31 %).
Actions Pays émergents	↗	↗	Parmi les marchés émergents, la Chine continue de décevoir (MSCI China : -7 % depuis le début de l'année), tandis que l'Inde a réussi à se redresser après avoir atteint ses plus bas niveaux.

Placements alternatifs

Les assureurs se préparent



Incendies en Europe du 28 juillet au 3 août 2026 (Source de l'image : NASA, Fire Information for Resource Management System, 03.08.26)

Les assureurs se préparent à une nouvelle ère de risques de catastrophes en Europe, attisée par la hausse des températures sur le continent qui connaît le réchauffement le plus rapide au monde. Les assureurs, les réassureurs et les courtiers tablent sur une hausse des primes et une augmentation des sinistres liés aux catastrophes naturelles. Ils ne considèrent pas les vagues de chaleur récentes comme un choc passager, mais comme une tendance sur le long terme.

Le Swiss Re Institute constate que les incendies de forêt constituent désormais le risque météorologique qui connaît la croissance la plus rapide à l'échelle mondiale. Sur le plan actuariel, il devient passionnant d'observer si la tendance s'orientera plutôt sur les parts de marché ou la rentabilité. Lors de notre récente rencontre avec le directeur financier de Swiss Re, nous avons été impressionnés par le fait que celle-ci préfère renoncer à des parts de marché plutôt que de conclure de manière inconsidérée des contrats dont les primes ne couvrent pas l'intégralité des coûts (sinistres, frais d'exploitation et fonds propres). Il est évident que nous sommes entrés dans une ère d'incendies de forêt inexorables. Mais cet automne, les responsables politiques risquent d'oublier à nouveau les forêts. Les sylviculteurs ont coutume de dire : « C'est en hiver qu'on combat les incendies d'été ». Toutefois, la prévention, qui nécessite beaucoup de patience et d'argent, est souvent négligée.

Ce phénomène a plusieurs causes, sur lesquelles nous ne nous attardons pas ici, mais une chose est claire dans le secteur : les changements qui affectent la réalité physique s'accompagnent souvent également de charges financières accrues. Les pertes générées par les incendies de forêt vont bien au-delà des simples dégâts matériels. L'Espagne, la France, la Grèce et l'Italie sont régulièrement touchées. Mais même

des régions d'Europe qui, jusqu'à présent, se croyaient trop au nord et donc à l'abri, sont désormais menacées. Les risques d'incendie vont jusqu'à la Scandinavie et à la Grande-Bretagne.

Maîtriser les risques climatiques devient un avantage concurrentiel. Néanmoins, les données historiques ne constituent plus une base suffisante pour le calcul des probabilités de pertes. L'attention se porte plutôt sur la non-linéarité, que l'on tente de modéliser à l'aide d'analyses de scénarios prospectifs. De plus, le marché des capitaux permet au secteur de transférer davantage de risques, par exemple au moyen d'obligations catastrophes et d'autres titres liés à l'assurance. Mais, quasiment toujours, seule une partie est assurée. La saison des feux de forêt de 2025 en Espagne a entraîné des pertes économiques de près de 5 milliards d'euros, dont seulement 1 milliard d'euros était assuré. C'est pourquoi il convient d'envisager de toute urgence des mesures destinées à protéger en amont contre les pertes, plutôt que de les redistribuer a posteriori.

Allianz, le principal assureur direct d'Europe, a récemment déclaré que la chaleur avait modifié les modèles de risque dans la région, car les températures y augmentent deux fois plus vite que dans le reste du monde. « Les phénomènes météorologiques extrêmes et les températures record entraînent une augmentation significative des risques d'incendies de forêt et de sécheresse », a déclaré Matthias Trüstedt, directeur mondial de la division Assurance dommages et responsabilité civile chez Allianz. L'entreprise collabore de plus en plus avec ses clients afin de les protéger contre les sinistres. En Espagne, Allianz a mis en place un service d'alerte aux feux de forêt basé sur l'intelligence artificielle et les données satellitaires, et a averti des milliers de clients.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	↗↘	→↗	Fin juillet, l'indice Bloomberg Commodity s'établissait à 132.1(+20.4 % depuis le début de l'année), soit un niveau nettement supérieur à celui de 123.2 enregistré en début de mois.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	L'or sert de couverture à long terme dans les portefeuilles peu exposés au risque contre les incertitudes d'ordre monétaire, budgétaire et géopolitique.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	Swiss Re vise un ratio sinistres/coûts inférieur à 85 %. Cela exige une discipline rigoureuse dans le processus de souscription et en fait un titre à dividendes.
Private Equity	→	↗	Avec une part d'environ 10 %, Partners Group affiche le taux le plus élevé de vendeurs à découvert au sein du SMI. C'est pourquoi les surprises positives ont un potentiel de forte hausse.

Données du marché

Classe d'actifs		Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)		
Actions		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
SMI	CHF	14'346.1	+1.1%	+8.1%	+14.4%	+4.2%	+3.8%
SPI	CHF	20'161.2	+0.7%	+10.7%	+17.8%	+6.2%	+6.1%
DAX	EUR	25'629.2	+3.5%	+4.8%	+21.6%	+20.4%	+13.1%
CAC 40	EUR	8'509.6	+2.2%	+4.5%	+9.4%	-1.0%	+9.6%
FTSE MIB	EUR	52'172.5	+1.9%	+16.3%	+30.0%	+14.1%	+20.4%
FTSE 100	GBP	10'868.1	+5.2%	+11.7%	+14.1%	+12.1%	-0.3%
EuroStoxx50	EUR	6'358.0	+1.4%	+9.8%	+17.3%	+9.6%	+12.1%
Dow Jones	USD	52'485.0	+0.3%	+11.3%	-1.3%	+22.1%	+3.5%
S&P 500	USD	7'489.7	-0.1%	+11.5%	+1.7%	+33.4%	+13.1%
Nasdaq Composite	USD	25'373.9	-3.2%	+11.3%	+5.2%	+39.2%	+30.6%
Nikkei 225	JPY	64'362.0	-6.2%	+28.2%	+10.9%	+15.2%	+8.6%
Sensex	INR	78'094.6	+1.2%	-12.0%	-9.3%	+13.8%	+7.4%
MSCI World	USD	4'847.9	+0.5%	+11.5%	+4.4%	+26.6%	+10.8%
MSCI EM	USD	1'665.9	-3.3%	+20.9%	+14.1%	+13.6%	-2.6%
Obligations (divers)		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	147.9	-1.3%	-2.5%	-1.0%	-1.4%	+2.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.0	-1.7%	-2.4%	+2.5%	-0.8%	+4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	379.2	-0.8%	-0.1%	+5.4%	+6.1%	+8.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	283.3	-1.6%	-1.6%	+5.9%	+2.4%	+4.5%
Emprunts d'Etat		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
SBI Dom Gov	CHF	183.4	-1.5%	-1.6%	-0.2%	+4.0%	+12.5%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	134.2	-1.5%	-3.2%	+1.7%	-3.8%	-0.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	173.6	-1.9%	-1.9%	-1.8%	-0.8%	+4.8%
Obligations d'entreprise		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.5	-0.6%	+0.1%	+0.7%	+5.1%	+5.7%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	183.8	-2.0%	-3.2%	+3.1%	-2.4%	+3.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	627.7	-0.6%	-0.7%	+4.0%	+3.7%	+8.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	167.2	-1.2%	-1.0%	+0.7%	+2.0%	+5.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	311.6	-0.5%	+0.1%	+2.8%	+5.4%	+9.8%
Placements alternatifs		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Or Spot CHF/kg	CHF	105'042.6	+0.8%	-4.6%	+43.8%	+36.0%	+0.8%
Commodity Index	USD	132.1	+7.2%	+22.7%	-2.9%	+8.3%	-20.4%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'985.0	-1.5%	+0.1%	+9.9%	+16.0%	+5.4%
Devises		31.07.2026	07/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Dollar / franc suisse	CHF	0.8075	-0.1%	+1.9%	-12.8%	+7.8%	-9.0%
Euro / franc suisse	CHF	0.9304	+0.8%	0.0%	-1.0%	+1.2%	-6.1%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5124	+3.1%	+1.3%	-12.1%	-3.4%	-15.4%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0887	+1.6%	+1.9%	-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 31/07/2026 ; données économiques au 31/07/2026 ; pronostics économiques au 31/07/2026. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.