



Une économie mondiale robuste grâce au boom de l'IA

Ces dernières années, l'environnement économique mondial a fait preuve d'une résilience remarquable face à trois chocs négatifs majeurs : l'éclatement du conflit entre la Russie et l'Ukraine en 2022, le tournant radical de la politique commerciale américaine en avril 2025 et la guerre menée par les États-Unis et Israël contre l'Iran depuis fin février 2026. Toutefois, un événement choc positif est venu contrebalancer ces chocs négatifs : dans le monde entier, le boom de l'IA génère des investissements dans les centres de données et les sites de production de puces électroniques, des investissements tels que l'économie mondiale n'en avait jamais connus. Ce boom devrait durer encore quelques années, alors que, pour les événements négatifs, on peut espérer avec un certain optimisme qu'ils touchent à leur fin. Un facteur toujours décisif est que, dans tous les cas, d'autres évolutions positives contribuent à atténuer ou à compenser les effets négatifs de ces trois chocs : on peut citer à cet égard par exemple la reprise solide de la consommation et de l'activité économique générale après la pandémie en 2022, la baisse de l'inflation (jusqu'au début de la

guerre au Proche-Orient) et l'assouplissement de la politique monétaire en 2025, qui a pris fin cette année en raison de l'inflation liée aux prix de l'énergie. Mais le facteur prédominant est sans conteste la vigueur du boom de l'IA.

La seule entreprise au monde dont la capitalisation boursière dépasse les 5'000 milliards de dollars a récemment témoigné de la force que l'on pouvait attendre de cette future croissance. Dans le cadre d'une stratégie globale, Nvidia a même indiqué recourir à son propre bilan pour alimenter le boom de l'IA, car les banques et les marchés de capitaux sont déjà limités pour financer cette croissance nettement plus rapide avec des fonds propres et des capitaux extérieurs. Des laboratoires de recherche de pointe tels qu'OpenAI et Anthropic, pour n'en citer que deux parmi d'autres, connaissent une croissance d'une rapidité inédite, bien plus que ne le permettraient leurs bilans et leur solvabilité. Pour s'assurer les capacités de calcul toujours plus importantes dont ils ont besoin, ils sont dépendants de Nvidia, considérée comme la « banque attirée du boom de l'IA ».

Rebond partiel des indices technologiques en août

En juillet, les marchés financiers ont d'abord été gagnés par une profonde inquiétude concernant une éventuelle bulle de l'IA, mais en août, de nombreux indices technologiques se sont redressés. L'indice américain du Nasdaq 100 (-2.6 % depuis le début du trimestre) reste en baisse, alors que les indices à caractère plus défensif font montre d'une stabilité surprenante. Le Swiss Market Index (SMI ; +0.7 % depuis le début du trimestre) est resté légèrement à la traîne de l'Euro Stoxx 50 (+1.5 %) et de l'indice américain S&P 500 (+2.5 %). Depuis plusieurs mois, les obligations sont sous pression dans le monde entier. Depuis le début du trimestre, l'indice obligataire mondial (-1.6 %) reste en territoire négatif, à l'instar de l'indice des obligations de la Confédération (-1.6 %). Le Swiss Bond Index (-1.0 %) est resté en repli, tout comme le Zugerberg Income Fund (-1.2 %). En revanche, le Credit Opportunities Fund (+0.3 %), principalement axé sur les obligations

d'entreprises, a réussi à afficher une légère hausse – dans un contexte difficile marqué par une remontée structurelle des courbes de taux dans toutes les devises.

Dans la classe de risque la plus basse (R1 : -0.9 %) il convient d'ajouter au rendement total enregistré depuis le début de l'année le crédit d'impôt anticipé de 0.4 %. À ce propos, la part des liquidités a été légèrement réduite et la part de l'or portée à 4.0 %. La part d'actions s'élève à un peu moins de 20 %. Les classes de risque plus élevées ont légèrement progressé en août et sont clairement en zone positive depuis le début de l'année (R3 : +1.6 %, R4 : +3.3 % et R5 : +5.3 %). La stratégie axée sur les dividendes a légèrement reculé en août (RDividendes : +5.2 % depuis le début de l'année). Dans toutes les classes de risque, nous voyons un potentiel supplémentaire d'ici la fin de l'année.

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

Performance des stratégies*

	Août 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz R1	+0.2%	-1.0%
Zugerberg Finanz R2	+0.5%	+0.3%
Zugerberg Finanz R3	+0.9%	+1.6%
Zugerberg Finanz R4	+1.5%	+3.3%
Zugerberg Finanz R5	+1.8%	+5.3%
Zugerberg Finanz RDividendes	-0.9%	+5.2%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.2%	-0.9%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.6%	+0.1%
Zugerberg Finanz Revo3	+1.0%	+1.5%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.6%	+3.2%
Zugerberg Finanz Revo5	+2.0%	+4.8%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-0.6%	+4.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.1%	+10.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.2%	+12.6%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.3%	+13.9%

Zugerberg Finanz Libre passage

Performance des stratégies*

	Août 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.4%	-1.7%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.3%	-1.1%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.5%	-0.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+1.3%	+0.9%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+1.7%	+2.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R5	+1.8%	+5.3%
Zugerberg Finanz Libre passage RDividendes	-0.9%	+5.2%

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

Performance des stratégies*

	Août 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.2%	-0.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.6%	+0.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+1.0%	+1.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.6%	+3.2%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+2.0%	+4.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-0.6%	+4.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.1%	+10.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.2%	+12.6%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.3%	+13.9%

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

Macroéconomie

Le boom de l’IA génère un choc de croissance positif



Un data centre (source de l'image : stock.adobe.com)

Les chocs de croissance négatifs font les gros titres de l'actualité, mais l'économie mondiale est actuellement fortement marquée par le choc positif sur la croissance généré par les investissements dans l'IA. Tout autour du globe, on investit dans les usines de puces électroniques, les centres de données, l'approvisionnement énergétique et la stabilité des réseaux, dans des proportions que l'économie mondiale n'avait encore jamais connues. Il en résulte que de nombreux indicateurs de tendance affichent des valeurs positives, laissant ainsi présager une accélération de la croissance.

Les risques en lien avec la croissance ne sont ainsi pas dirigés vers le bas, mais vers le haut. Au vu de l'inflation, qui a largement dépassé les 3 % en août aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis, les banques centrales respectives entament un automne monétaire qui devrait plutôt être caractérisé par des hausses des taux directeurs.

Néanmoins, les responsables de la politique monétaire doivent également être conscients qu'il n'est pas possible de lutter contre les causes (liées à la guerre) de l'inflation au moyen d'une hausse des taux. Les conflits persistants au Moyen-Orient et le faible niveau des eaux en Europe centrale, ainsi que dans le canal de Panama, recèlent des risques considérables pour la hausse de l'inflation, et des effets de deuxième tour menacent si les niveaux des stocks de gaz naturel devaient se maintenir à des niveaux inquiétants.

Sur le plan macroéconomique, l'Europe (la zone euro comme l'Europe occidentale) a récemment réussi à surprendre positivement. Dans de nombreux modèles, une série d'indicateurs macroéconomiques ont

conduit à une révision à la hausse des prévisions de croissance du PIB pour les années 2026 et 2027.

Le climat économique dans la zone euro s'est amélioré en août plus fortement que ne l'avaient prévu les experts. Le « Economic Sentiment Indicator » (ESI) a progressé par rapport au mois précédent, pour atteindre 98.4 points (+1.3). Il s'agit de la quatrième hausse consécutive, le niveau restant toutefois légèrement inférieur à la moyenne à long terme de 100 points. L'essor de l'ESI a été soutenu par une hausse de la confiance dans tous les secteurs. Les prévisions conjoncturelles du ZEW ont également nettement progressé, malgré toutes les interférences survenues récemment, du conflit non résolu au Proche-Orient à la crise liée au faible niveau des eaux.

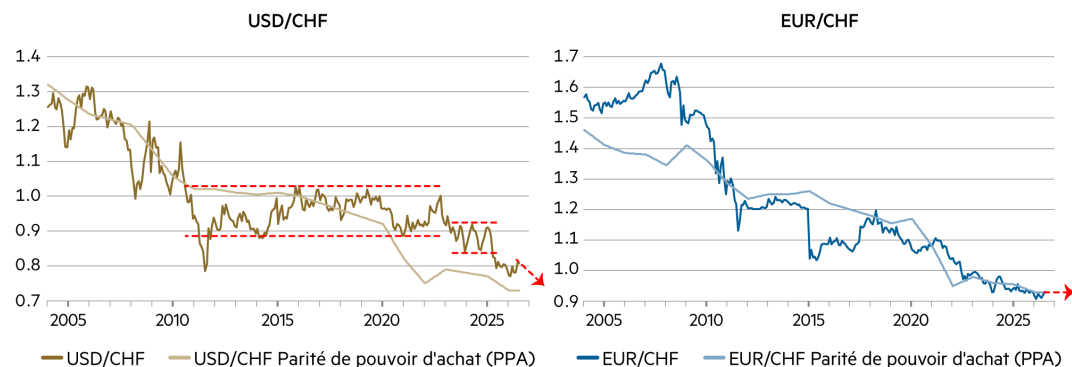
L'indice allemand Ifo du climat des affaires a également connu une hausse sensible en août, comme l'a indiqué l'Institut Ifo de Munich à l'issue de l'enquête menée auprès d'environ 9'000 dirigeants. Ce faisant, cet important baromètre conjoncturel se situe à nouveau au-dessus du niveau atteint avant l'éclatement de la guerre en Iran, fin février. En dépit de la nouvelle hausse des prix de l'énergie, l'économie allemande se redresse, ce qui s'explique certainement aussi par l'augmentation des investissements dans les centres de données, les infrastructures et la défense. Nous partons du principe que le creux de la vague économique est définitivement derrière nous.

Le PIB de la Corée du Sud a également fait l'objet d'une révision à la hausse, grâce aux excellents résultats du commerce extérieur liés au succès des exportations de puces mémoire.

Région	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Selon la BNS, les pressions inflationnistes à moyen terme restent « pratiquement inchangées ». Si nécessaire, la BNS reste prête à intervenir davantage sur le marché du franc suisse.
Zone euro, Europe	↗	↗	L'économie connaît une croissance plus forte que prévu en 2026. Sur les marchés obligataires, les besoins des entreprises européennes se heurtent à la soif de capitaux des États-Unis.
Etats-Unis	↗	↗	Selon le président de la Fed, la croissance économique américaine semble s'être renforcée au 3e trimestre (et peut ainsi affronter vaillamment une hausse des taux directeurs).
Reste du monde	↗	↗	Les prévisions de croissance du PIB indien ont été revues à la hausse, à 7.5 %. Les prévisions de PIB de la Corée du Sud et de Taïwan ont quant à elles connu une hausse encore plus marquée.

Liquidités, devises

Le dollar retrouve la stabilité



Le dollar est plus exposé à un risque de dépréciation que l'euro (source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Le 28 juillet, le dollar s'échangeait encore à 0.82 franc ; trois semaines plus tard, il avoisinait les 0.79 francs et, à la fin du mois – grâce au discours introductif du président de la Fed, Kevin Warsh, à Jackson Hole –, il était remonté à 0.81 franc. L'euro a connu des fluctuations nettement moins importantes et s'échangeait dernièrement à 0.94 franc. Ces deux évolutions pourraient aider un grand nombre d'entreprises suisses à améliorer leurs résultats annuels grâce à des gains de change.

Le dollar se situe nettement au-dessus de sa parité de pouvoir d'achat et reste ainsi exposé à un risque de dépréciation. En revanche, le cours actuel de l'euro correspond à la parité et est donc en équilibre avec le franc suisse. De plus, un jalon très remarqué a été franchi au mois d'août : la dette des États-Unis a atteint pour la première fois les 40'000 milliards de dollars. Les principaux créanciers ne sont plus la Chine ni la Russie, mais des particuliers, des fonds spéculatifs et les banques centrales européennes. Ces dernières détiennent ensemble plus de 10 % des bons du Trésor américain en circulation.

La croissance massive de la dette publique et la hausse des rendements obligataires propulsent vers le haut les dépenses d'intérêts et réduisent la marge de manœuvre du gouvernement. Aux États-Unis, au Japon et en France, on dépense déjà plus pour les intérêts que pour la défense. Et pourtant, il sera impossible de financer sur le long terme les promesses électorales avec de la dette publique.

Dans son discours introductif de Jackson Hole, Kevin Warsh a livré la prise de position la plus claire, la plus ciblée et la plus précise depuis qu'il a pris la succession de Jay Powell. Contrairement aux auditions

devant le Congrès et à ses déclarations préparées lors des conférences de presse tenues à l'issue des réunions de la Fed, Warsh a pu dire exactement ce qu'il voulait dire, et exactement comme il le voulait, sans être obligé d'aborder des sujets dont il ne souhaitait pas parler.

Mais qu'a-t-il dit au juste ? Warsh a clairement indiqué que l'objectif d'inflation de 2 % de la Fed était « un objectif ferme et immuable », et que les récents développements des données sur l'inflation n'indiquaient en rien une « amélioration sensible » des tendances sous-jacentes. Au vu de l'importance prioritaire accordée aux prix par la Fed, « nous devons être convaincus que l'inflation sous-jacente se rapproche clairement de notre objectif, à une vitesse suffisante. Sinon, il nous reste encore du travail à accomplir. C'est la tâche [...] le mandat [...] et la mission que nous devons mener à bien » a-t-il déclaré.

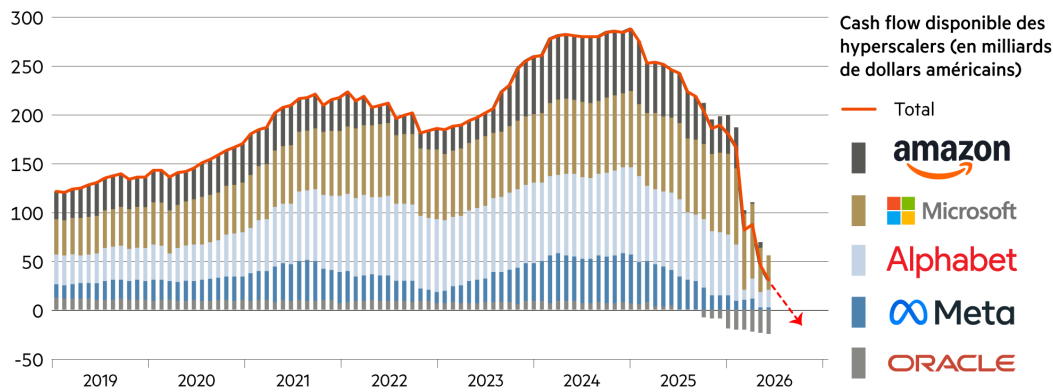
Warsh s'est dit préoccupé par le fait que, sur les 199 produits qui composent le panier de référence, 54% ont vu leur prix augmenter de plus de 3% au cours des douze derniers mois. Dans le même temps, il a souligné que sur le fond, les anticipations d'inflation à moyen terme s'étaient révélées stables. C'est un signal de la confiance des marchés dans la capacité de la Fed à rétablir la stabilité des prix. Toutefois, l'histoire nous a appris que les anticipations d'inflation fondées sur les marchés semblent souvent stables jusqu'au moment où elles cessent tout à coup de l'être. Pour l'instant, elles restent bien ancrées. Mais la Fed doit tout mettre en œuvre pour empêcher qu'elles ne se délitent.

C'est avec les mêmes arguments que la BCE aborde l'automne. Au vu des derniers chiffres de l'inflation (+3.4 % en août), on s'attend à ce qu'elle relève son taux directeur le 10 septembre.

Classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	À la fin du mois, les swaps Saron affichent une tendance négative sur 3 mois (-0.1 %), repassent au-dessus de la ligne zéro sur un an et s'établissent à +0.7 % sur 10 ans.
Euro / Franc suisse	→	→	À 0.94, l'euro s'affiche en légère hausse. Les coûts de couverture du risque de change ne cessent d'augmenter, passant de 2.1 % en début d'année à 2.6 % à la fin du mois d'août.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	Fin août, le taux de change USD/CHF est pratiquement inchangé, à 0.81, soit au même niveau que le mois précédent : les coûts de couverture s'élèvent toujours à 4.0 % par an.
Euro / Dollar américain	→	↗	À 1.16, l'euro s'est légèrement redressé, mais reste encore légèrement en dessous du niveau du début de l'année (-1.1 %).

Obligations

Les hyperscalers exercent une pression à la hausse



Cash flow disponible de 5 hyperscalers, 2019 – 2026 (source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Le monde connaît actuellement un boom des infrastructures : la transition énergétique, l'augmentation des besoins en électricité, l'IA et la numérisation entraînent des besoins d'investissement sans précédent. Des réseaux destinés aux énergies renouvelables aux accumulateurs et aux centres de données hyperscale, en passant par les réseaux de fibre optique, les infrastructures sur lesquelles se fonde l'économie de demain requièrent des financements à hauteur de milliers de milliards. Conjuguée à la soif de capitaux des États fortement endettés, cette situation exerce une pression à la hausse sur les taux d'intérêt obligataires.

Traditionnellement, les grands projets d'infrastructure s'appuyaient fortement sur le financement par des tiers. Toutefois, au vu de l'attitude plus sélective des banques en matière de crédits à long terme et de la hausse des dépenses d'infrastructure, les capitaux privés ont fait leur grande entrée sur ce marché. Afin de « financer » ces investissements, des contrats et des engagements à long terme sont conclus, qui n'apparaissent pas au bilan. Ces opérations font penser au phénomène de l'iceberg : seule une (petite) partie est visible, alors que la plus grande partie demeure cachée. Une analyse du Wall Street Journal portant sur neuf grandes entreprises technologiques a révélé environ 3'000 milliards de dollars d'engagements hors bilan. Ce n'est guère étonnant, car on estime que d'ici 2030, 5'000 milliards de dollars environ seront investis dans des centres de données, dont près de 2'000 milliards de dollars via les marchés obligataires mondiaux.

Cela commence à se répercuter sur les primes de risque de crédit. Dans le secteur technologique, les « spreads » sont passés de 60 à 140 points de base au cours des 18 derniers mois. Cela constitue un revirement par rapport à la situation qui prévalait depuis longtemps, à savoir le privilège dont bénéficiaient les groupes technologiques en matière de primes, ce qui s'explique par les dernières tendances en matière de cash

flow disponible.

Nous ne pensons toutefois pas que ces émissions vont provoquer une crise du crédit. Les bilans des hyperscalers font toujours partie des plus solides de l'indice. Mais des problèmes d'assimilation pourraient survenir si les inquiétudes concernant les engagements hors bilan venaient à se renforcer. Dans le monde entier, les marchés obligataires tentent d'absorber l'offre de la manière la plus harmonieuse possible.

Compte tenu de leur expansion sur plusieurs années, les hyperscalers émettent des obligations à long terme dans des proportions considérables. Il s'agit d'une stratégie judicieuse dans les systèmes à forte composante de fonds de pension, comme en Europe, où la demande de durée pour aligner les passifs est profondément ancrée, tandis que la demande américaine d'obligations d'entreprises à long terme est plus faible et se traduit par des courbes de taux plus raides pour les obligations des hyperscalers. En février, Alphabet a émis une obligation sur le marché de la livre sterling, fait rare, d'une valeur de 1 milliard de livres sterling. Il s'agissait de la première obligation centenaire émise par une grande entreprise technologique depuis celle de Motorola en 1997, souscrite par des fonds de pension et des assureurs.

Aux États-Unis, les obligations des hyperscalers ont affiché une solide sursouscription de 3.5 à 4.5 fois au cours du premier semestre 2026. Toutefois, la première émission d'un hyperscaler au second semestre n'a enregistré qu'une sursouscription de 1.4 fois. Cela indique un ralentissement de la demande, car l'activité d'émission intense commence peu à peu à se remarquer. Le recours aux marchés mondiaux (y compris le marché du franc suisse !) pour répondre à la demande supplémentaire relève d'une gestion de trésorerie avisée ; c'est aussi un aveu tacite que la demande d'obligations en dollars n'est pas, à elle seule, en mesure d'absorber l'offre à venir.

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	↗	↗	Les entreprises bénéficient actuellement d'une plus grande confiance que les États. Leur prime de risque par rapport aux obligations d'État affiche des niveaux proches de leurs plus bas niveaux sur douze mois.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	La nervosité des marchés ces dernières semaines n'a pas porté atteinte à l'activité d'émission. Les obligations hybrides des émetteurs de premier plan restent attractives.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Les solutions obligataires Zugerberg Finanz sont relativement solides

Catégorie	Nom	Rendement
 Obligations mondiales	Global Aggregate	-2.5%
 Obligations d'État USA	US Treasurys	-3.2%
 Obligations d'État zone euro	German Bunds	-2.7%
 Obligations d'État Suisse	SBI Domestic Government	-1.5%
 Obligations d'entreprises USA	USD IG Corporates	-3.1%
 Obligations d'entreprises EUR	EUR IG Corporates	-1.5%
 Obligations d'entreprises CHF	SBI Corporates	+0.2%

Rendement total des obligations, de janvier à août 2026, en CHF ou couvert en CHF (source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Fin août, l'indice obligataire mondial s'établissait à -2.5 %, soit un niveau nettement inférieur à celui du début de l'année. L'ensemble des obligations d'État ont affiché de faibles rendements, même si la Suisse (-1.5 %) s'en est mieux sortie que les États-Unis (-3.2 %). En ce qui concerne les obligations d'entreprises, les écarts entre la Suisse (+0.2 %) et les États-Unis (-3.1 %) sont encore plus marqués. Le Zugerberg Income Fund (-1.2 %) a enregistré une performance légèrement supérieure à celle du Swiss Bond Index depuis le début de l'année. Quant au Credit Opportunities Fund, son rendement (+1.0 %) dépasse tous les rendements obligataires usuels.

Les marchés obligataires mondiaux sont immenses et l'offre (devises, émetteurs, notations) très variée. Mais tous ont un point commun : le défi de générer un rendement positif tout en disposant d'une marge de sécurité au sein d'un portefeuille équilibré en cas de crise. Dans ce dernier cas, il est nécessaire de disposer d'obligations sur plusieurs années émises par des émetteurs robustes et bénéficiant d'une notation solide. Plus la durée résiduelle est longue, plus l'effet (c'est-à-dire la hausse du cours) serait favorable en cas de crise.

Nous avons bien conscience que, à première vue, le Zugerberg Income Fund (ZIF) a enregistré une mauvaise performance. Cela s'explique notamment par le fait que seule une partie des intérêts (65 %) est réinvestie, tandis qu'une autre partie (35 %) est soustraite au portefeuille sous forme de crédit d'impôt à la source. Cette partie permet de diminuer la facture d'impôt de notre clientèle.

Depuis sa création en 2018, le ZIF a affiché des résultats positifs lors de certaines phases (2019, 2021), mais la vague d'inflation (2022) a fait plonger le fonds à -15.7 % (octobre 2022). L'année 2022 a été, de loin, la pire année pour les obligations de ces 50 dernières années, et elle a

également entraîné une chute massive du Swiss Bond Index (-12.1 %). Depuis lors, le rendement total du ZIF s'est amélioré pour s'établir à -7.6 % (août 2026). Il est vrai qu'au cours des trois dernières années, le Zugerberg Income Fund, avec son rendement (+5.2 % de rendement total), s'est classé derrière celui de l'indice obligataire suisse (+8.1 %), mais nettement devant celui de l'indice obligataire mondial (-0.4 %). Le rendement à l'échéance étant nettement supérieur à celui du Swiss Bond Index, le ZIF devrait, à moyen terme, transformer son retard par rapport à cet indice en une avance.

Il est réjouissant de constater que les rendements ont de nouveau augmenté récemment. Nous avons ainsi saisi l'occasion d'intégrer dans le portefeuille du ZIF une obligation subordonnée de notation « BBB » émise par le groupe zougais Sika, spécialisé dans la chimie de la construction. Cette obligation de 500 millions a été émise en euros et a été souscrite 7.5 fois. Cela ne nous a pas empêchés d'en acquérir immédiatement 1 % pour le ZIF, car elle offre un rendement supérieur de 1.8 % à celui d'une obligation fédérale allemande comparable. Sika dispose d'une très bonne situation sur le plan des fonds propres et cette émission obligataire lui confère une marge de manœuvre supplémentaire pour financer, en tant que leader du marché, des opérations d'acquisition sans diluer le cours de l'action.

Au sein du Credit Opportunities Fund (COF), quelques transactions ont également été effectuées, qui n'ont toutefois pas modifié de manière significative la nature du fonds. Le patrimoine du fonds, d'un montant d'environ 471 millions de francs, est largement diversifié et réparti entre 225 émissions issues des secteurs les plus divers. Les hyperscalers restent sous-pondérés.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2026 (rendement sur toute l'année)	-1.2 %	+1.0 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-7.6 % (-1.0 %)	+40.2 % (+2.5 %)
Quantité de mois de performance positive :	57 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	97 PB (+1 PB)	352 PB (+0 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 marchés immobiliers restent solides



Ville de Zug (photo : Maurice Pedernana)

En Suisse, le segment des immeubles de rendement résidentiels reste solide et très prisé, tant auprès des particuliers que des clients institutionnels. Les taux de vacance sont généralement très faibles. La baisse des taux d'intérêt (par rapport à 2022) a récemment entraîné une baisse des taux d'actualisation, ce qui a permis, même avec des revenus locatifs stables, des réévaluations plus élevées. Certains investisseurs institutionnels sont à nouveau passés sous la barre des 3 % de rendement net initial afin d'élargir leur portefeuille.

Les faibles taux d'intérêt liés aux obligations de la Confédération (0.4 % pour les emprunts à dix ans) entraînent, chez les investisseurs institutionnels, un niveau historiquement bas des rendements bruts et nets initiaux pour les immeubles collectifs. La médiane du rendement net initial en Suisse devrait actuellement se situer entre 3.0 % et 3.5 % environ.

Selon l'IPRE, les indices de marché des biens de rendement immobiliers ont connu une évolution exceptionnellement favorable au cours des quatre derniers trimestres. Au deuxième trimestre 2026, les prix des immeubles collectifs étaient nettement supérieurs à ceux du même trimestre de l'année précédente (+6.9 %). C'est dans le Mittelland (+7.5 %), en Suisse orientale (+7.4 %) et dans la région alpine (+7.3 %) que les hausses de prix ont été les plus marquées.

La valeur marchande des immeubles de bureaux a également progressé par rapport à l'année précédente, mais de manière un peu moins marquée (+4.2 %). Cette évolution s'explique par la baisse des taux d'actualisation, les loyers contractuels étant restés stables par rapport à l'année précédente (+0.3 %). Les loyers contractuels pour les nouveaux baux de surfaces de bureaux ont même sensiblement reculé (-1.1 %) à l'échelle nationale par rapport à l'année précédente, et ce dans un

contexte économique marqué par une croissance nominale comprise entre 1.5 % (2026) et 2.2 % (2027).

En ce qui concerne les coûts de production, on n'a pas constaté d'écarts significatifs par rapport à l'indice national des prix à la consommation. Selon la Société suisse des entrepreneurs, les coûts de production des immeubles collectifs ont augmenté de 1.1 % par rapport à l'année précédente. Ce chiffre est difficile à comparer aux taux d'inflation élevés observés après la pandémie dans l'indice suisse des prix de la construction, qui se situaient entre 8 % et 10 % en 2022.

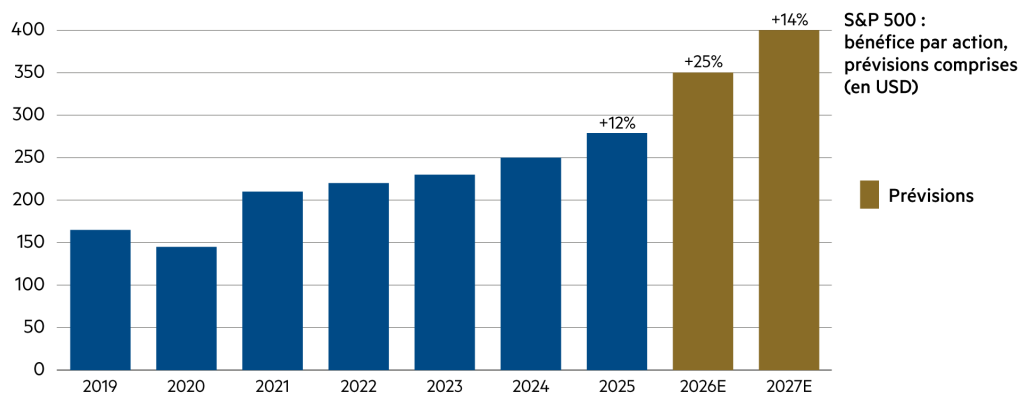
Pour les fonds immobiliers, la situation n'est pas facile. Ils sont surévalués en Suisse et ne versent en moyenne plus que 2.2 % de dividendes. Il ne faut pas s'attendre à beaucoup plus. Quant aux sociétés immobilières cotées en bourse telles que Mobimo, Allreal et Investis, elles connaissent elles aussi des difficultés, mais pour une autre raison. En raison du durcissement de la Lex Koller, les investisseurs étrangers ne devraient plus être autorisés à détenir le moindre titre. Il est prévu de supprimer l'exonération dont bénéficiaient jusqu'à présent les personnes résidant à l'étranger pour l'acquisition de parts dans des fonds ou des sociétés immobilières résidentielles cotés en bourse, ce qui reviendrait à une interdiction de fait.

Les choses vont mieux pour l'aéroport de Zurich. La société table sur une augmentation de 3 % du nombre de passagers pour l'ensemble de l'année. En termes de rentabilité, le premier semestre s'est révélé légèrement en deçà des attentes, tout comme les nouvelles concernant l'aéroport de Noida, au sud de Delhi (Inde). Ces deux éléments devraient connaître une évolution plus réjouissante en 2027. Au niveau actuel du cours, le rendement du dividende devrait s'élever à environ 4.5 %.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	➔➤	➤	Au deuxième trimestre, les prix des immeubles collectifs ont augmenté de 6.9 % par rapport à l'année précédente. C'est dans le Mittelland (+7.5 %) et en Suisse orientale (+7.4 %) que la hausse a été la plus forte.
Surfaces de vente et de bureaux CH	➔➤	➤	Les activités commerciales marchent très bien sur quelques sites, mais PSP (+3.9 %) et Swiss Prime Site (+4.1 %) affichent une nette progression depuis le début de l'année.
Fonds immobiliers CH	➔	➔➤	Le durcissement de la Lex Koller pèse sur les sociétés immobilières cotées en bourse. Le SWIIT (-1.1 %) et le CHREF (-0.6 %) affichent un rendement global négatif.
Actions et fonds d'infrastructures	➤	➤	L'aéroport de Zurich, qui compte plus de 150 bâtiments, génère des revenus importants (loyers et redevances d'occupation) et affiche désormais un rendement de distribution de 4.5 %.

Actions

Bons résultats trimestriels



S&P 500 : forte progression des bénéfices et perspectives favorables (source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Au deuxième trimestre, les bénéfices ont été exceptionnellement élevés et ont permis aux indices boursiers de nombreux pays d'atteindre de nouveaux sommets historiques. Les perspectives pour l'année 2027 semblent encore plus réjouissantes. Pour l'indice boursier S&P 500, on table sur une croissance moyenne des bénéfices de 20 % pour l'année en cours et de 12 % pour l'année prochaine. En Suisse comme en Europe en général, l'évolution des bénéfices des entreprises devrait également s'avérer réjouissante.

Sur le plan de l'économie réelle, la croissance n'a pas été aussi importante que celle des bénéfices. Ce sont surtout les grands groupes américains qui ont su convaincre. Conséquence : la meilleure saison des résultats trimestriels pour le S&P 500 depuis 2021. Près de 85 % des entreprises ont dépassé les prévisions de bénéfices. Et dans de nombreux cas, on constate que l'IA a un impact positif sur le paysage entrepreneurial.

Dans ce cadre, il convient de souligner que l'influence des sept plus grands groupes technologiques sur l'évolution des bénéfices reste importante. Toutefois, les « Magnificent Seven », qui représentent ensemble près d'un tiers de la capitalisation boursière du S&P 500, ont connu jusqu'à présent une année très contrastée, car les investissements dans l'IA devraient bientôt dépasser leurs cashflows. Par exemple, le cours de l'action Microsoft a dégringolé à deux reprises depuis le début de l'année de plus de 25 % (une fois en mars, une fois en juin). Néanmoins, la confiance est revenue et, fin août, son cours était déjà remonté de 6 % par rapport au début de l'année. Chaque impulsion émanant de ce cercle des sept super actions aide l'indice dans son

ensemble à atteindre de nouveaux sommets. Pourtant, dans un contexte où la monétisation des investissements massifs dans l'IA génère à la fois craintes et convoitises, ces impulsions devraient continuer à osciller dans les deux sens.

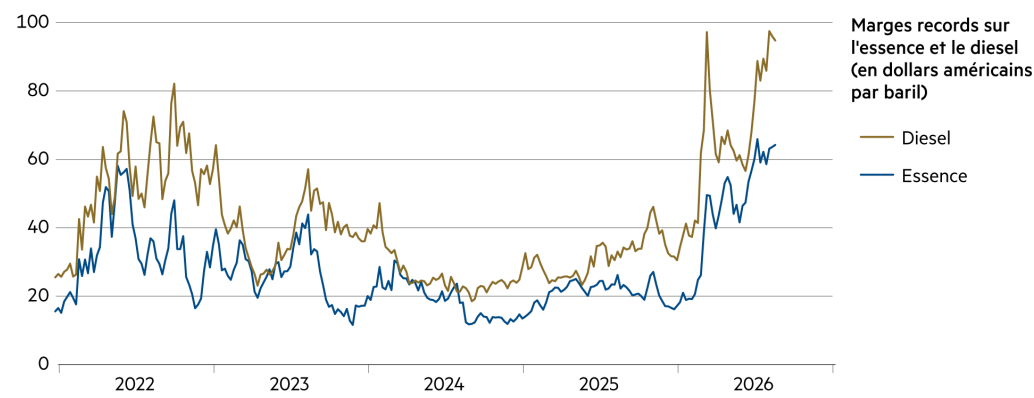
Le plus grand talon d'Achille des marchés boursiers n'est probablement pas l'évolution de leurs bénéfices, mais la hausse des rendements des obligations à long terme. Un investisseur en dollars obtient un rendement de 5.3 % avec des obligations d'État à 30 ans libellées dans sa devise de référence. Nous n'avons pas connu cela depuis un quart de siècle. À l'époque, l'inflation était toutefois plus élevée ; aujourd'hui, il y a de fortes chances qu'elle retrouve un niveau de 2 % environ, ce qui offrirait aux investisseurs obligataires la perspective de rendements réels élevés à long terme.

Les résultats trimestriels de Nvidia, publiés vers la fin du mois, viennent à tout le moins dissiper les craintes d'un ralentissement de l'économie. Le cycle d'investissement dans l'IA gagne le monde entier et dépasse largement le cadre du secteur informatique au sens strict. Nvidia a fait état d'une « demande accélérée » ainsi que de projets comme celui du plus grand centre de données au monde, situé à Portsmouth, dans l'Ohio, qui nécessitera au total 350 milliards de dollars d'investissements. Certains secteurs, comme celui des actions des semi-conducteurs, ont permis de réaliser des gains boursiers considérables entre avril et juin, même s'ils stagnent depuis lors. L'indice Philadelphia Semiconductor se situe toujours à plus de 21 % en dessous de son plus haut niveau atteint le 22 juin.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Partners Group (+9 %) a été la valeur la plus performante du SMI, devant Geberit (+7 %), Alcon et Sika (tous deux +6 %). Swiss Life et Zurich (tous deux -4 %) ainsi qu'Amrize (-10 %) ont enregistré les plus fortes baisses.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	En août, les actions des matières premières (+9 %) ont devancé celles de la technologie (+4 %) et des services financiers (+3 %). Les biens de consommation (-5 %) et l'immobilier (-4 %) ont reculé.
Actions Etats-Unis	↗	↗	Les valeurs technologiques après 8 mois : Nvidia (+18 %), Apple (+17 %), Amazon (+13 %), Alphabet (+18 %), Google (+8 %), Microsoft (+5 %), Meta (-12 %), Tesla (-18 %).
Actions Pays émergents	↗	↗	Ces trois derniers mois, l'indice MSCI Emerging Markets s'est consolidé à un niveau élevé.

Placements alternatifs

Les marges atteignent des niveaux records



Marges records sur l'essence et le diesel (source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Ce ne sont pas les cours du pétrole brut qui sont à un niveau record, mais les marges des raffineries. Désormais, on parle de marges sur le diesel et l'essence qui sont aussi élevées que celles du pétrole brut lui-même. Cela exaspère les responsables politiques, qui constatent que les marges bénéficiaires des produits raffinés dépassent largement la hausse des prix du pétrole brut. Ils envisagent de puiser dans ces bénéfices exceptionnels en instaurant des taxes spéciales. Bien que le détroit d'Ormuz reste encore un goulet d'étranglement, un nombre de navires supérieur à ce qu'on craignait encore récemment y transite toutefois désormais.

La principale raison pour laquelle les cours du pétrole brut oscillent ces derniers temps entre 88 et 94 dollars, au lieu de grimper aux alentours 120 à 150 dollars, est imputable au trafic maritime informel dans le détroit d'Ormuz. De nombreux navires empruntent cette route de nuit, sans transpondeur, escortés par l'armée américaine. Entre-temps, le volume a retrouvé 30 % à 40 % de son niveau « normal » et le détroit a été pratiquement nettoyé de ses mines marines.

Une autre raison est imputable à la République populaire de Chine, principal importateur de pétrole brut iranien. Grâce à ses réserves stratégiques sur quatre ans, cette économie peut se permettre de se passer du pétrole iranien pendant une période prolongée. Bien entendu, elle ne le fait pas entièrement, mais le déficit par rapport aux besoins quotidiens est comblé par les réserves et par une production énergétique accélérée à partir de sources renouvelables.

À cela vient s'ajouter le fait que les États-Unis, grâce à l'accès qu'ils ont obtenu de haute lutte au fioul lourd vénézuélien, disposent précisément de la qualité qu'ils apprécient le plus. Leurs raffineries situées le long du

« golfe d'Amérique » sont adaptées à ce fioul lourd. Pour l'Europe, la situation est différente. Plusieurs raffineries ne sont actuellement pas en mesure de fournir les quantités nécessaires, car on comptait en partie sur les raffineries situées au-delà du détroit d'Ormuz. En ce qui concerne le kérosène dont l'Europe a besoin, cela représente environ la moitié du volume, et pour le diesel, un cinquième. Toutefois, une partie de ces produits est empêchée de transiter par le détroit, en particulier pendant la journée.

Un autre facteur de la hausse des prix, notamment du diesel, réside dans les campagnes de frappes par drones menées par l'Ukraine contre plusieurs raffineries russes, ce qui a contraint ces dernières à réduire, voire à interrompre leur production. Les exportations de ce qui était jusqu'à présent le deuxième plus grand exportateur de diesel ont pratiquement cessé. Au cours des 83 dernières années, le prix de gros du diesel, qui fait référence en Europe, était supérieur de près d'un cinquième à celui du pétrole brut Brent. Actuellement, il est presque deux fois plus élevé, malgré la hausse du prix du pétrole. Ces deux prix n'ont jamais été aussi éloignés l'un de l'autre. Compte tenu de la pénurie affectant la production de diesel, cela représente actuellement une activité exceptionnellement rentable pour les raffineries.

La situation est tout aussi critique pour les engrais, où, comme pour le diesel, la demande est moins élastique que pour l'essence. Les prix des engrais azotés ont grimpé à plus de 850 dollars la tonne après la fermeture du détroit d'Ormuz, ce qui représente une hausse de 80 % par rapport à février 2026. La fabrication d'engrais nécessite une grande quantité d'énergie, ce qui explique pourquoi plus d'un tiers des engrais chimiques sont produits dans le golfe Persique.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	↗↘	→	Le regain de tensions dans le détroit d'Ormuz a fait grimper le prix du pétrole brut à environ 90 dollars le baril (Brent) en fin de mois.
Or / Métaux précieux	→↗	↗	Dans la classe de risque 1, la part de l'or a été augmentée à 4 %. Nous estimons que les perspectives de développement sur le long terme l'emportent largement sur les risques de baisse.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	Les ILS sont utilisés dans nos solutions de libre passage dans le cadre d'une stratégie de diversification. Ils constituent un élément intéressant en raison de leur faible corrélation.
Private Equity	→	↗	Chez Partners Group, comme chez d'autres grands gestionnaires des marchés privés, la tendance à long terme est à la hausse, même si des perturbations à court terme restent possibles.

Données du marché

Classe d'actifs		Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)		
Actions		31.08.2026	08/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
SMI	CHF	14'286.4	-0.4%	+7.7%	+14.4%	+4.2%	+3.8%
SPI	CHF	20'111.2	-0.2%	+10.4%	+17.8%	+6.2%	+6.1%
DAX	EUR	26'258.1	+3.3%	+8.2%	+21.6%	+20.4%	+13.1%
CAC 40	EUR	8'334.5	-1.3%	+3.1%	+9.4%	-1.0%	+9.6%
FTSE MIB	EUR	52'612.7	+1.6%	+18.2%	+30.0%	+14.1%	+20.4%
FTSE 100	GBP	10'824.3	+0.2%	+11.9%	+14.1%	+12.1%	-0.3%
EuroStoxx50	EUR	6'420.2	+1.8%	+11.8%	+17.3%	+9.6%	+12.1%
Dow Jones	USD	53'185.9	+1.2%	+12.7%	-1.3%	+22.1%	+3.5%
S&P 500	USD	7'686.1	+2.5%	+14.4%	+1.7%	+33.4%	+13.1%
Nasdaq Composite	USD	26'370.9	+3.8%	+15.6%	+5.2%	+39.2%	+30.6%
Nikkei 225	JPY	66'311.9	+2.7%	+31.7%	+10.9%	+15.2%	+8.6%
Sensex	INR	76'957.3	-1.2%	-13.1%	-9.3%	+13.8%	+7.4%
MSCI World	USD	4'967.9	+2.4%	+14.2%	+4.4%	+26.6%	+10.8%
MSCI EM	USD	1'719.3	+3.1%	+24.7%	+14.1%	+13.6%	-2.6%
Obligations (divers)		31.08.2026	08/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	147.4	-0.3%	-2.8%	-1.0%	-1.4%	+2.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	182.9	0.0%	-2.5%	+2.5%	-0.8%	+4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	381.3	+0.5%	+0.5%	+5.4%	+6.1%	+8.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	284.3	+0.4%	-1.2%	+5.9%	+2.4%	+4.5%
Emprunts d'Etat		31.08.2026	08/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
SBI Dom Gov	CHF	183.6	+0.1%	-1.5%	-0.2%	+4.0%	+12.5%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	134.2	0.0%	-3.2%	+1.7%	-3.8%	-0.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	172.1	-0.8%	-2.7%	-1.8%	-0.8%	+4.8%
Obligations d'entreprise		31.08.2026	08/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.7	+0.1%	+0.2%	+0.7%	+5.1%	+5.7%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	184.0	+0.1%	-3.1%	+3.1%	-2.4%	+3.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	631.8	+0.7%	-0.1%	+4.0%	+3.7%	+8.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	166.5	-0.4%	-1.5%	+0.7%	+2.0%	+5.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	312.4	+0.3%	+0.4%	+2.8%	+5.4%	+9.8%
Placements alternatifs		31.08.2026	08/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Or Spot CHF/kg	CHF	115'327.8	+9.8%	+4.8%	+43.8%	+36.0%	+0.8%
Commodity Index	USD	141.4	+7.0%	+31.3%	-2.9%	+8.3%	-20.4%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'965.0	-0.7%	-0.6%	+9.9%	+16.0%	+5.4%
Devises		31.08.2026	08/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Dollar / franc suisse	CHF	0.8084	+0.1%	+2.0%	-12.8%	+7.8%	-9.0%
Euro / franc suisse	CHF	0.9391	+0.9%	+0.9%	-1.0%	+1.2%	-6.1%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5060	-1.2%	+0.0%	-12.1%	-3.4%	-15.4%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0953	+0.6%	+2.6%	-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 31/08/2026 ; données économiques au 31/08/2026 ; pronostics économiques au 31/08/2026. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.