



Photo: Andreas Busslinger

Perspectives d'un dernier trimestre positif

Pour nos investisseurs, les perspectives d'un dernier trimestre positif demeurent intactes. Traditionnellement, le dernier trimestre est aussi le meilleur de l'année. Même si cela devait ne pas être le cas cette année, nous sommes confiants en notre capacité de contribuer positivement à notre rendement annuel global au cours du dernier trimestre. Cela est imputable au fait que la phase la plus volatile du mandat du président américain Donald Trump semble être arrivée à son terme. Petit à petit, les marchés financiers se sont adaptés à ses facéties et réagissent parfois même avec une sérénité remarquable aux nouvelles annonces et décrets de la Maison Blanche.

À cela s'ajoute le fait que Trump doit urgemment et de plus en plus soigner la bonne image globale de l'économie américaine s'il ne veut pas subir une défaite aux importantes élections de mi-mandat, qui auront lieu dans douze mois environ. Car l'« âge d'or » maintes fois

annoncé sous Trump 2.0 n'est pas encore advenu. L'inflation persiste et grignote le pouvoir d'achat des classes moyennes. Le marché du travail montre des faiblesses inhabituelles. Même le remplacement du plus haut fonctionnaire du Bureau of Labor Statistics, l'agence chargée de collecter et de publier les statistiques sur le marché du travail, n'est pas en mesure d'occulter cette réalité.

La migration inexistante fait baisser la croissance réelle aux États-Unis à un modeste +1.5 % par an, à savoir à des taux de croissance que nous observons également en Europe et en Suisse. Seuls des investissements extraordinairement élevés dans l'intelligence artificielle seraient encore à même de donner une impulsion au PIB d'environ +0.5 % cette année, avec une tendance à la baisse l'année prochaine. Ce n'est pas de l'exceptionnalisme.

Légers revers en septembre

Les portefeuilles ont subi de légers revers en septembre. Le Swiss Market Index (SMI) a reculé (-0.6 %), ce qui a eu une influence sur nos portefeuilles. Dans les portefeuilles à risques plus faibles, l'effet du rendement mensuel positif s'est reflété dans nos solutions obligataires. Ce qui a donné lieu à des différences notables de performance entre les différentes classes de risque (par exemple Revo1 avec -0.4 % en septembre et Revo5 avec -0.7 %). Une tendance similaire a également pu être observée dans les solutions de libre passage.

Notre stratégie de dividendes a connu un mois plus difficile (Revo Dividendes avec -2.0 % en septembre). S'il est vrai que le rendement annuel de cette solution est toujours d'environ +8 %, les résultats de certains titres ont tiré vers le bas la performance globale. Dans ce

contexte, il convient de mentionner la dégringolade du spécialiste suisse de l'emballage SIG Group. Après un avertissement sur les résultats et la suspension du dividende pour 2025, le cours de l'action s'est littéralement effondré. Dans le cadre de notre stratégie de dividendes, nous exigeons le versement d'un dividende substantiel.

Grâce à la tendance favorable aux sources d'énergie et d'infrastructures supplémentaires et durables en lien avec le boom des centres de données, nos stratégies de décarbonisation ont connu une excellente performance en septembre. Les rendements annuels s'élèvent désormais à +7.6 % (DecarbRevo3, max. 60 % d'actions) et +9.7 % (DecarbRevo5, max. 100 % d'actions).

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Septembre 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	-0.2% 	+1.0% 
Zugerberg Finanz R2	-0.3% 	+1.4% 
Zugerberg Finanz R3	-0.3% 	+1.9% 
Zugerberg Finanz R4	-0.4% 	+2.0% 
Zugerberg Finanz R5	-0.6% 	+1.9% 
Zugerberg Finanz RDividendes	-1.6% 	+8.6% 
Zugerberg Finanz Revo1	-0.4% 	+1.3% 
Zugerberg Finanz Revo2	-0.5% 	+1.6% 
Zugerberg Finanz Revo3	-0.5% 	+2.4% 
Zugerberg Finanz Revo4	-0.5% 	+2.4% 
Zugerberg Finanz Revo5	-0.7% 	+2.8% 
Zugerberg Finanz RevoDividendes	-2.0% 	+7.9% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.9% 	+7.6% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+2.1% 	+8.7% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+2.3% 	+9.7% 

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Septembre 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	-0.1% 	+0.4% 
Zugerberg Finanz Libre passage R1	-0.1% 	+1.3% 
Zugerberg Finanz Libre passage R2	-0.1% 	+1.6% 
Zugerberg Finanz Libre passage R3	-0.2% 	+2.9% 
Zugerberg Finanz Libre passage R4	-0.4% 	+2.8% 

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Septembre 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.4% 	+1.3% 
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.5% 	+1.6% 
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-0.5% 	+2.4% 
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-0.5% 	+2.4% 
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-0.7% 	+2.8% 
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	-2.0% 	+7.9% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.9% 	+7.6% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+2.1% 	+8.7% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+2.3% 	+9.7% 

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

Macroéconomie

Une forte croissance économique réelle également prévue pour 2026

DM: Pays industrialisés
EM: Pays émergents

	 États-Unis	 Chine	 Inde	 Zone euro	 Suisse
Croissance réelle 2025e Potentiel : DM 1.6 %, EM 4.2 %	1.5% →	3.3% →	6.7% →	1.4% →	1.3% →
Inflation 2025e (Inflation des biens de consommation)	2.9%	-1.5%	3.6%	1.8%	0.2%
Croissance nominale 2025e (PIB réel × PIB Deflator)	4.0%	2.0%	10.0%	3.2%	1.5%

Les principaux indicateurs macroéconomiques en un coup d'œil (Graphique : Zugerberg Finanz)

Les économistes de l'OCDE prévoient pour l'année en cours une croissance réelle de +3.2 % de l'économie mondiale, qui ne devrait que légèrement s'affaiblir l'année prochaine. La croissance est exceptionnelle en Inde, tandis que les États-Unis et une grande partie de l'Europe devraient progresser plus ou moins à la même vitesse. En Europe, l'Espagne affiche une croissance d'environ +3 %, et occupe une place de leader dans le domaine de l'implantation de nouvelles entreprises industrielles, notamment grâce à sa politique énergétique clairvoyante.

Les taux de croissance mondiaux sont nettement supérieurs à ceux qui avaient été prévus il y a six mois. Dans de nombreux pays émergents, la croissance est stimulée par les taux d'inflation modérés, la baisse des prix sur les marchés mondiaux de l'énergie et des matières premières, l'amélioration des conditions de financement et, en particulier, la baisse du dollar américain. L'Inde bénéficie non seulement d'un capital humain jeune, mais aussi de la tendance du multi-shoring.

Les entreprises publiques chinoises sont toujours en mauvais état et de nombreux investissements réalisés par le passé dans les infrastructures s'avèrent des gouffres financiers, laissant derrière eux des gouvernements provinciaux et municipaux fortement endettés. Le secteur de la construction reste en proie à un déclin dépressif. En revanche, les entreprises privées conquièrent de nouveaux clients et de nouveaux marchés à un rythme effréné.

La Chine a démontré depuis de nombreuses années déjà sa puissance dans le domaine de l'IA grâce à ses exceptionnelles capacités de calcul informatiques. La numérisation y est beaucoup plus avancée qu'en Europe ou aux États-Unis. Désormais, l'écart diminue même dans les derniers domaines où l'Occident occupe encore une position de leader du marché, comme la production de semi-conducteurs.

Dans de nombreux autres domaines, notamment les énergies renouvelables, les véhicules électriques et la robotique, la domination mondiale de la Chine est évidente. Prenons par exemple la robotique industrielle comme indicateur de l'automatisation et de la performance industrielles : l'année dernière, 542'000 robots ont été mis en service dans le monde, dont 54 % en Chine, 20 % dans le reste de l'Asie, 16 % en Europe et 9 % aux États-Unis. En Chine seulement, deux millions de robots sont désormais installés. Dans ce domaine, les fournisseurs occidentaux tels qu'ABB ont subi d'énormes pertes de parts de marché.

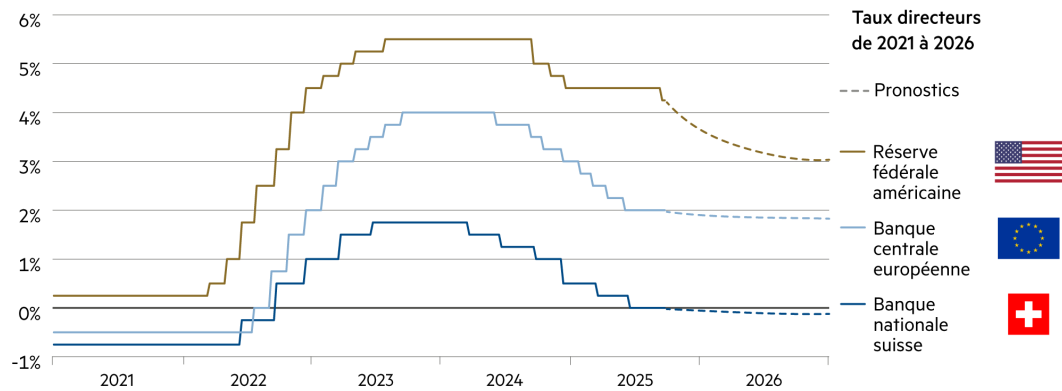
La lutte acharnée des prix qui sévit sur le marché intérieur chinois exerce une pression énorme sur l'innovation parmi les concurrents principalement nationaux, situation encore exacerbée par la baisse des prix. Désormais, cette tendance se manifeste également dans le domaine de la construction mécanique, sur lequel l'industrie européenne occupait traditionnellement une position enviable. En 2014, seuls 500 exposants chinois étaient présents à la célèbre Foire de Hanovre ; aujourd'hui, ils sont trois fois plus nombreux. D'ici au centenaire de la République populaire en 2049, la Chine souhaite devenir un leader dans le domaine technologique, voire le leader technologique mondial. Le litige avec les États-Unis accélère les forces nationales d'« auto-renforcement ». L'apprenti surpasse son maître dans un nombre croissant de domaines.

Dans le même temps, les Chinois sont étonnés de constater à quel point l'Europe, par exemple, affaiblit sa propre compétitivité et la gestion de ses propres chaînes d'approvisionnement manufacturières à coups de réglementation. Par exemple, en interdisant les moteurs diesel les plus efficaces et en fermant les centrales nucléaires les plus sûres (grâce à la technologie Siemens). À cela s'ajoute le fait que les industries très gourmandes en énergie, comme la chimie de base, sont délibérément menées à leur perte par une politique énergétique inadaptée.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Nous sommes très bien partis pour reproduire la pire erreur de l'UE : la surréglementation, alors même que les systèmes et les marchés concurrentiels sont en train de se déréglementer.
Zone euro, Europe	↗	↗	Le rétablissement de la compétitivité nécessite également d'admettre la nécessité de réformer les conditions-cadres de l'activité économique.
Etats-Unis	→↗	→↗	Les États-Unis ne parviennent à former des entreprises spécialisées et compétitives à l'échelle mondiale que dans très peu de secteurs.
Reste du monde	↗	↗	La capacité d'apprentissage et d'adaptation rapide, en particulier en Asie, est souvent sous-estimée. Ou sommes-nous simplement trop lents en Occident ?

Liquidités, devises

Le cycle de baisse des taux directeurs est en grande partie terminé



Taux directeurs de 2021 à 2026 (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Après les fortes hausses des taux directeurs liées à l'inflation effectuées à partir du printemps 2022, le maximum avait déjà été atteint à l'automne 2023. En 2024, les premières baisses des taux directeurs ont commencé. Ce cycle est désormais largement terminé en Suisse et dans la zone euro. Ce n'est qu'aux États-Unis que nous attendons encore une baisse de 4 % à 3 % environ au cours des 12 prochains mois.

La Banque centrale américaine Federal Reserve (Fed) poursuit toujours une politique monétaire restrictive. Toutefois, après une longue pause, elle s'est à nouveau engagée en septembre sur la voie d'un taux directeur neutre. L'une des raisons à cela réside dans la faiblesse du marché du travail. Le mandat de la Fed consiste à assurer le plein emploi grâce à sa politique monétaire.

Ce défi a une nouvelle fois fait l'objet d'une attention particulière lors des dernières réunions. En outre, le taux d'inflation de 9.0 % (juin 2022) a rapidement diminué. En août 2025, il s'élevait encore à 2.9 % ; l'inflation des biens a en substance oscillé autour de 0 % au cours des douze derniers mois. Le principal moteur de l'inflation reste le logement, qui relève précisément des compétences de la Fed : lorsque les taux d'intérêt baissent, les coûts du logement diminuent également et le taux d'inflation continue de reculer. Par conséquent, la pression exercée par la Maison Blanche sur la Fed, qui est longtemps restée inactive, est tout à fait justifiée.

Actuellement, le marché des capitaux table sur quatre nouvelles baisses des taux d'intérêt au cours des douze prochains mois. Cela aurait pour conséquence effective de ramener le taux directeur à 3.1 % et d'alléger toute une série de conditions, et pas seulement dans le domaine du

financement des entreprises (capitaux étrangers par le biais de prêts bancaires et d'emprunts obligataires). En cas de baisse des taux directeurs de la Fed, les taux hypothécaires baisseraient également, par exemple, de même que les prix des loyers. En outre, les taux de leasing (qui s'élèvent actuellement à 7.5 % environ par an en moyenne) et des retraits avec cartes de crédit (actuellement environ 22 % par an) seraient plus bas, tout comme les dettes élevées contractées en raison des bourses d'études.

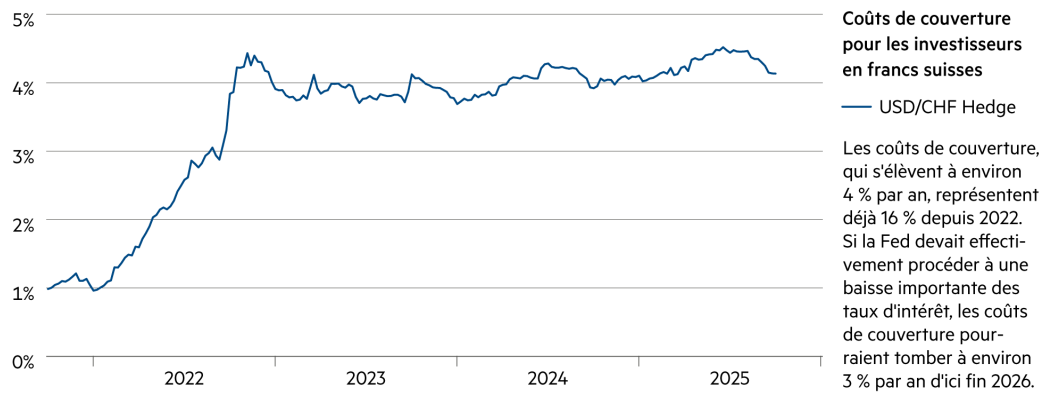
Plus de 50 millions de jeunes et de personnes âgées se sont endettés pendant leurs études supérieures pour financer leurs frais de scolarité élevés. De nombreux diplômés démarrent leur vie professionnelle avec un endettement important et peinent ensuite à payer les intérêts et à rembourser leurs dettes. Actuellement, les montants en souffrance atteignent plus de 1'800 milliards de dollars. L'éducation peut effectivement être un ascenseur social, mais pour trop de gens, cette promesse se rompt sous le poids de la dette.

Autrement dit : la Fed détient la clé de politique monétaire qui permettrait de faciliter considérablement la vie des ménages américains. Cela est urgemment nécessaire, car la classe moyenne accuse encore le coup de la vague d'inflation de ces dernières années, qui l'a contrainte à puiser dans ses économies pour payer toutes ses factures. Aux États-Unis, 50 % des dépenses de consommation ne sont plus effectuées par la classe moyenne, mais par 10 % des ménages les plus riches, si on le mesure sur la base de la capacité de revenus. Concrètement, il s'agit des ménages dont le revenu annuel est supérieur ou égal à 250'000 dollars. La croissance économique des États-Unis n'a jamais été aussi dépendante du pouvoir d'achat des riches.

Classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Ces 12 prochains mois, la Banque nationale suisse ne devrait guère modifier son taux directeur de 0.0 %. Cela rendra également obsolètes les taux d'intérêt bancaires.
Euro / Franc suisse	→	→↘	La seule manière de faire perdurer la stabilité financière dans la zone euro sera de parvenir bientôt à dissiper de manière convaincante les doutes croissants sur sa capacité de réforme.
Dollar américain / Franc suisse	→↗	↘	La faiblesse du dollar persiste, comme malheureusement la dépendance européenne vis-à-vis du matériel et des logiciels informatiques, des centres de données et des communications par satellite provenant des États-Unis.
Euro / Dollar américain	→↗	↗	L'euro a augmenté de 13.3 % par rapport au dollar depuis le début de l'année. Il s'échange à 1.17, soit à peu près au niveau moyen des 25 dernières années.

Obligations

Méfiance face aux coupons élevés



Coûts de couverture toujours élevés pour les investisseurs en francs suisses (Source : Bloomberg | Graphique : Zugerberg Finanz)

Au premier regard, les obligations à coupons élevés semblent attractives. Mais elles sont le plus souvent émises dans une devise étrangère, par exemple en dollars américains ou en euros. Ceux qui souhaitent éviter les risques de change se trouvent confrontés à des coûts de couverture élevés et persistants. Afin de couvrir le dollar américain contre sa perte de valeur structurelle par rapport au franc suisse, il faut actuellement déboursier plus de 4 %. Pour l'euro, ce coût n'est que légèrement supérieur à 2 %.

Nous mettons en garde contre les déclarations séduisantes. Au début de ce mois, nous avons eu l'occasion de lire ce qui suit dans un e-mail adressé par une banque américaine à ses clients : « les rendements des obligations d'État ont atteint un niveau inédit depuis 2008 et offrent aux investisseurs un point d'entrée attractif. Alors que les banques centrales sont sur la voie de baisses des taux d'intérêt, la chute des rendements pourrait permettre de réaliser des gains en capital ». Néanmoins, un tel placement est-il effectivement « attractif » du point de vue du franc suisse ?

Premièrement : toutes les banques centrales n'ont pas pris le chemin des baisses de taux, comme nous l'avons expliqué à la page précédente. Mais il est vrai que nous voyons également un potentiel de baisse supplémentaire aux États-Unis. Deuxièmement, il est très important de savoir désormais que les revenus des coupons sont imposables en tant que revenus. Avec une imposition de 30 %, un coupon de 5.0 % net ne rapporte plus que 3.5 %. Troisièmement, si l'on souhaite se protéger contre le risque de change, il faut actuellement déboursier environ 4.2 % par an. Toutefois, ces coûts ne sont pas déductibles lors du calcul du revenu imposable. Par conséquent, il est clair que l'obligation en dollars

à 5 % génère déjà un rendement de -0.7 % en francs suisses après prise en compte des coûts de couverture du risque de change et des coûts d'imposition du revenu. À cela viennent enfin s'ajouter les frais de la banque dépositaire, etc., ce qui signifie que nous sommes déjà largement en territoire négatif en termes de taux d'intérêt.

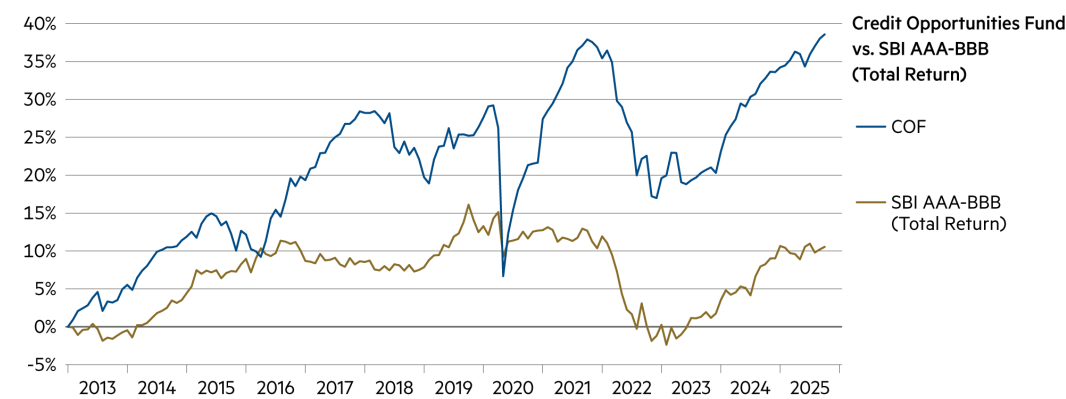
Depuis 2022, les coûts de couverture cumulés d'environ 4 % par an représentent déjà 16 %. Si la Fed procède effectivement à de fortes baisses des taux d'intérêt directs, les coûts de couverture pourraient tomber à environ 3 % par an d'ici fin 2026. Mais même dans ce cas, il y a lieu d'éviter les obligations d'État à court et moyen terme. Les perspectives de rendements globaux positifs restent faibles. En revanche, dans un portefeuille équilibré entre obligations et actions, il est possible et nécessaire d'intégrer une série d'obligations à plus long terme pour des raisons de diversification (des risques et des rendements). En cas de forte baisse des taux d'intérêt due à la conjoncture économique, celles-ci stabiliseraient le portefeuille grâce à des hausses de cours essentielles. De plus, les gains de cours réalisés sur les obligations sont exonérés d'impôt sur le revenu.

En se focalisant sur les taux d'intérêt directs, on passe souvent à côté d'un changement important dans la courbe des taux. Celle-ci est beaucoup plus prononcée depuis le début de l'année. À travers sa politique monétaire, la BNS a abaissé les taux d'intérêt à court terme de la courbe des taux d'environ 40 à 50 points de base. À l'autre extrémité, des forces du marché différentes agissent contre ce mouvement. En Suisse, les taux d'intérêt y ont augmenté de 20 à 30 points de base depuis le début de l'année.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	➔	➔	Les obligations de la Confédération à dix ans ne rapportent que +0.1 % par an. Cela évite à tout le moins de s'inquiéter de l'imposition des intérêts.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Dans le contexte de taux d'intérêt faibles, les obligations d'entreprises offrent un rendement relativement attractif par rapport aux emprunts d'État. Une sélection rigoureuse est déterminante.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Les obligations d'entreprises subordonnées et à haut rendement offrent des rendements supérieurs à la moyenne et enrichissent nos portefeuilles multi-actifs.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Les obligations d'entreprises génèrent des contributions positives aux rendements



COF vs. SBI AAA-BBB (rendement total) depuis le lancement en novembre 2012 (Source : Bloomberg | 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. Ces deux solutions génèrent des contributions positives au rendement des portefeuilles. Fin septembre, le Credit Opportunities Fund (COF) atteignait un niveau record de 138.9. Ce fonds a été lancé il y a près de 13 ans avec une valeur initiale de 100.0 par part.

Les obligations d'entreprises sont attractives dans le contexte actuel du marché, tandis que les obligations d'État ne sont pratiquement plus rentables. Les obligations de la Confédération à dix ans offrent actuellement un rendement annuel de 0.1 %, soit de bien maigres perspectives, alors qu'une sélection rigoureuse d'obligations d'entreprises permet d'obtenir un rendement nettement plus élevé.

L'évolution historique le montre clairement : l'indice Swiss Bond (AAA-BBB Total Return) représente le meilleur segment du marché des capitaux en francs suisses – une combinaison d'obligations d'État et cantonales, de lettres de gage et d'obligations d'entreprises de haute qualité. Au cours des 13 dernières années, l'indice a permis d'obtenir un rendement cumulé de +11.5 %. Si l'on déduit les coûts d'un produit indiciel, on obtient un rendement annuel d'environ +0.6 %.

En revanche, nous misons depuis 13 ans sur les obligations d'entreprises, souvent à la limite entre une notation BBB et BB. Grâce à cette approche, nos clients ont pu bénéficier d'une hausse du cours des parts de fonds de 100.0 à 138.9 francs. La croissance de +38.9 % correspond

à un rendement annuel de +2.6 %. Plus on reste investi, plus l'effet des intérêts composés est important.

Pour l'année en cours, le rendement réalisé jusqu'à présent est de +3.4 %. Au sein du Zugerberg Income Fund (ZIF), un fonds de nature conservatrice avec lequel nous souhaitons surpasser l'indice Swiss Bond Index (SBI) sur une longue période, le rendement après déduction de tous les frais et commissions s'élève à +1.8 %. Ce résultat est nettement supérieur à celui du SBI, qui a généré un rendement de +0.5 % depuis le début de l'année, hors frais.

Récemment, le ZIF a intégré des obligations d'entreprises qui garantissent un rendement solide pendant de nombreuses années. Il s'agit notamment d'obligations de Swiss Life, Implenia, Groupe E et Danaher (obligation en CHF à 12 ans avec un rendement d'environ 1.6 %, obligation en CHF à 20 ans avec un rendement de 1.9 %).

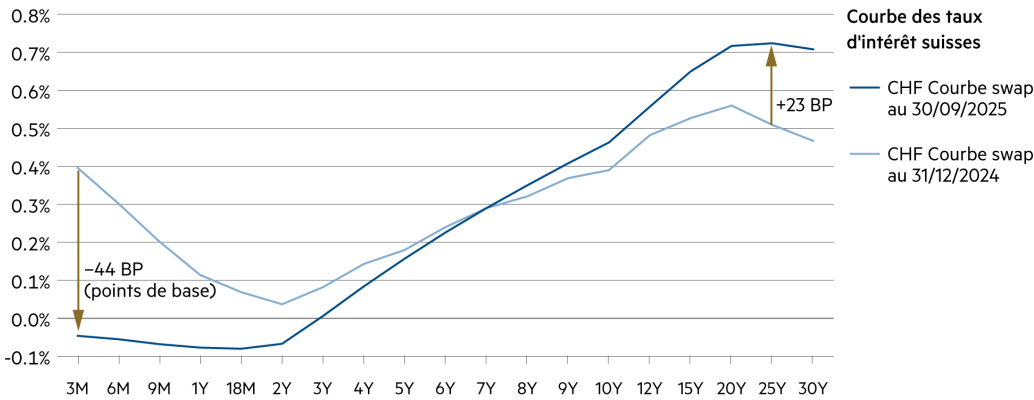
La première émission obligataire de la nouvelle société Cham Swiss Properties y a également trouvé refuge, ce qui rapportera des intérêts de 1.4 % par an au cours des cinq prochaines années. Le débiteur est une société immobilière présentant un potentiel de croissance attractif sur des sites de premier ordre, avec une part relativement élevée de logements (60 %) et une structure de financement conservatrice avec un ratio de fonds propres élevé (61 %). L'actionnariat se compose d'actionnaires de référence orientés sur l'entrepreneuriat et le long terme, tels que les branches familiales de Philipp Buhofer et Annelies Häcki Buhofer, de Zoug.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2025 (rendement sur toute l'année)	+1.8 %	+3.4 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-6.1 % (-0.9 %)	+38.9 % (+2.6 %)
Quantité de mois de performance positive :	57 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	90 PB (+0 PB)	382 PB (+14 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

Une claire pentification de la courbe des taux



Courbe des taux d'intérêt du marché des capitaux en francs suisses au 30/09/2025 par rapport au 31/12/2024 (Source : Bloomberg | Graphique : Zugerberg Finanz)

Avec la pentification de la courbe des taux, les taux à court terme ont nettement baissé depuis le début de l'année et les taux à long terme ont nettement augmenté. Cela signifie que les crédits hypothécaires à court terme basés sur le marché monétaire sont devenus moins chers et ceux à plus long terme plus chers. Cette année, les taux d'actualisation applicables dans le cadre de l'évaluation immobilière ont été réduits par de nombreux estimateurs, entraînant ainsi une réévaluation à la hausse alors que la situation bénéficiaire est restée inchangée.

Des évaluations plus élevées ne sont pas nécessairement synonymes d'investissements attractifs. Ainsi, nous ne sommes actuellement pas très favorables aux fonds immobiliers suisses, qui ne sont pas très rentables. Un grand nombre d'entre eux voient leurs revenus locatifs stagner. En raison des taux d'intérêt de référence, il faut même s'attendre à une baisse des rendements des fonds à forte composante résidentielle.

Par conséquent, il faudrait se concentrer principalement sur les emplacements attractifs offrant des perspectives de développement génératrices de valeur. Pourtant, même dans ce cas, de nombreux (grands) fonds immobiliers affichent une forte prime par rapport à la valeur vénale, ce qui engendre des ratios cours/bénéfice (P/E) compris entre 40 et 50, mesurés par rapport aux bénéfices attendus pour l'année à venir. Cela semble trop élevé et ne promet qu'un modeste versement de dividende d'environ 2 %.

En procédant à la sélection de différentes actions immobilières, il est possible d'obtenir un profil risque/rendement plus avantageux. Avec notre sélection (notamment Mobimo +13 %, PSP Swiss Property +8 %), le rendement total enregistré jusqu'à présent pour l'année en cours est nettement supérieur à celui de l'indice suisse des fonds immobiliers CHREF (+7.2 %). Chez Mobimo, le ratio cours/bénéfice est de 23, chez

PSP, il est inférieur. Mobimo est un titre à dividendes qui présente une part importante de logements et un potentiel de développement intéressant. Partant, sa capacité économique de distribution de dividendes est structurellement plus élevée que dans un fonds immobilier classique. Elle découle également du fait que ces sociétés opèrent avec un effet de levier grâce à l'apport de capitaux étrangers, qui sont actuellement à nouveau bon marché. Certaines sociétés ont recours à des crédits bancaires (crédits hypothécaires). Toutefois, à cela s'ajoute le fait que les marges bancaires ont connu une augmentation d'environ 20 % au cours des douze derniers mois, voire davantage dans le cas des immeubles commerciaux. C'est pourquoi les sociétés immobilières recourent de plus en plus au marché des capitaux avec un échelonnement régulier, stabilisant ainsi leur profil d'endettement et réduisant les risques de variation des taux d'intérêt susceptibles d'influencer leur résultat annuel.

La grande majorité d'entre elles ne dépassent toutefois pas un taux d'emprunt de 50 %. Les prêts et emprunts immobiliers à long terme coûtent actuellement entre 1.5 % et 2.0 %. Pour les investissements au sein d'un portefeuille de développement, cela est plus judicieux qu'une solution basée sur le marché monétaire. De plus, un financement de roulement stabilise également le flux de dividendes, car la voie vers la production de revenus locatifs n'est pas contrecarrée sur le plan des charges par des fluctuations importantes des coûts d'intérêt.

En comparaison avec les obligations, les sociétés immobilières, à condition qu'elles soient soigneusement sélectionnées, restent attractives, car elles permettent d'une part de participer à la croissance économique grâce à une valeur réelle, et d'autre part, les faibles taux d'intérêt favorisent le financement de la construction et augmentent l'attractivité des achats immobiliers, ce qui stimule la demande.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	En septembre, l'indice immobilier CHREF a atteint un nouveau sommet annuel et affiche une nette progression après 9 mois (+7.2 % depuis le début de l'année).
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	La situation demeure difficile dans de nombreux endroits, car la flexibilité réglementaire nécessaire fait défaut pour permettre la perméabilité entre vie privée et vie professionnelle.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	Ces dix dernières années, l'indice suisse des fonds immobiliers (CHREF) a enregistré un rendement total de +5.8 % : cette année, les rendements sont plus attractifs.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	De nombreuses actions européennes d'infrastructures se sont redressées en septembre et laissent entrevoir des perspectives positives pour le quatrième trimestre 2025.

Actions

Le marché suisse affiche un rendement modeste en septembre

	Indices boursiers américains	US-Dollar	CHF	Ratio cours/bénéfice (prévision)
	Dow Jones	+9.0%	-4.5%	23
	S&P 500	+13.7%	-0.4%	25
	Nasdaq	+17.3%	+2.8%	34
	Indices boursiers européens	EUR	CHF	Ratio cours/bénéfice (prévision)
	Euro Stoxx 50	+13.0%	+12.3%	16
	DAX	+20.0%	+19.3%	17
	Swiss Market Index		+4.4%	17

Marchés boursiers depuis le 1er janvier 2025 (Graphique : Zugerberg Finanz)

Bien qu'il ait bien démarré le dernier trimestre, le marché suisse des actions a déçu en septembre. En francs suisses, les actions suisses restent bien en-dessus du niveau actuel de l'indice mondial des actions (+2.5 %). En raison de la chute massive du dollar (-12.2 % depuis le début de l'année), celui-ci se situe plutôt à un niveau modeste. En revanche, de nombreuses actions européennes sont clairement en hausse, même si leur dynamique de croissance a récemment ralenti. Toutefois, le quatrième trimestre, qui est historiquement le plus fort de l'année, reste déterminant.

Le mois de septembre a la réputation d'être le mois maudit de Wall Street, qui ébranle le marché boursier et plonge les investisseurs dans la panique. Pourtant, cette année, cela n'a pas été le cas. Seul le marché suisse est resté en zone négative (-0.6 %). Le S&P 500 américain (+2.9 %) et le Nasdaq Composite (+5.0 %) ont nettement dépassé le traditionnel Dow Jones (+1.3 %). Les indices européens ont également affiché des performances en grande partie positives en septembre.

Les actions américaines ont connu leur meilleur mois de septembre depuis 15 ans. C'est un tournant surprenant, qui conduit à présent les investisseurs à se demander si la reprise pourrait perdurer jusqu'à la fin de l'année, et ce en dépit des signaux d'alerte qui se manifestent. Pour le dernier trimestre, nous restons confiants s'agissant des valeurs rigoureusement sélectionnées que nous détenons dans notre portefeuille.

Le rallye a commencé aux États-Unis alors que les investisseurs se félicitaient de la décision prise au début du mois par la Fed d'abaisser son taux directeur de 25 points de base, le ramenant dans une fourchette

comprise entre 4.00 % et 4.25 %, et d'annoncer deux autres baisses de taux lors de ses prochaines réunions cette année. À cela s'est ajouté un regain d'enthousiasme pour l'intelligence artificielle (IA), ce qui a suscité à son tour nouvel élan sur le marché boursier, en particulier pour les actions technologiques dites « Megacap ». Néanmoins, la question de savoir quel groupe d'entreprises se distinguera comme la prochaine génération de gagnants de l'IA demeure incertaine.

Aux États-Unis, l'évolution des bénéfices, une conjoncture relativement favorable, la reprise du cycle de baisse des taux d'intérêt et les signes persistants d'une croissance à long terme dans le domaine de l'IA ont été les principaux catalyseurs qui ont soutenu les actions ce mois-ci. Les dernières informations en provenance du marché du travail ont toutefois déçu. Une forte croissance de près de +8 % des bénéfices par rapport à l'année précédente est déjà prise en compte dans les cours des actions après la récente hausse au troisième trimestre.

Les actions suisses peuvent également compter sur un vent saisonnier favorable au dernier trimestre. De plus, le marché est plus diversifié que par le passé. Au 1er octobre, la capitalisation boursière des trois grandes actions suisses de l'indice large Swiss Performance Index était répartie à parts égales entre Novartis, Roche et Nestlé, avec une pondération d'environ 12 % chacune. Zurich Insurance, ABB, Richemont et UBS ont chacune une pondération d'environ 5 % à 6 %, suivies par Swiss Re (3 %) et Holcim et Sika (avec environ 2 % chacune). Dans nos portefeuilles, nous nous écartons toutefois à dessin de cette pondération. Nous avons ainsi surpassé le SMI et le SPI à sept reprises au cours des dix dernières années.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Actions Suisse	➔⬆	⬆	En ce début de dernier trimestre de l'année, le marché boursier suisse affiche une évolution très réjouissante. Nous restons confiants.
Actions Zone euro / Europe	➔⬆	⬆	Le fait de savoir si la croissance relativement élevée des bénéfices, qui est prise en compte dans les cours des actions, pourra réellement se réaliser, est incertain ; selon notre sélection, tel est bien le cas.
Actions Etats-Unis	➔	⬆	En francs suisses, Nvidia (+19 % depuis le début de l'année) devance Google (+14 %) et Microsoft (+8 %). Apple (-10 %) et Amazon (-11 %) restent clairement en zone négative.
Actions Pays émergents	➔⬆	⬆	En francs suisses, le MSCI Emerging Markets a fortement progressé en septembre (+6%) et affiche depuis le début de l'année une hausse impressionnante de +10 %, ce qui confirme les bonnes perspectives.

Placements alternatifs

Le boom de l'IA prend une ampleur particulière



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

Le boom de l'IA se manifeste toujours plus sur les marchés non cotés. Cependant, les contre-réactions sur les marchés sont nombreuses, et l'on ne saurait en définitive exclure la formation d'une bulle, encore plus importante qu'en 2000 lors de la vague « Internet 1.0 » ou « bulle Internet ». La société privée Open AI a récemment conclu un tour de financement avec une valorisation de 500 milliards de dollars. Nvidia a souscrit pour 100 milliards de dollars d'actions Open AI.

Open AI arrive ainsi en tête de liste des entreprises non cotées en bourse les plus valorisées. La deuxième place revient à SpaceX, l'entreprise aérospatiale fondée et dirigée par Elon Musk, dont la valorisation s'élève à 350 milliards de dollars. Une entreprise du domaine de l'IA cotée en bourse, telle que Palantir Technologies, est déjà évaluée à 440 milliards de dollars. L'entreprise américaine devrait réaliser un chiffre d'affaires estimé à 4.2 milliards de dollars (!) cette année. Le cours de l'action du spécialiste américain des logiciels et des bases de données Oracle a pris l'ascenseur en septembre après l'annonce d'un investissement de plus de 100 milliards de dollars dans des centres de données. Parallèlement, on a appris qu'aucun flux de trésorerie positif n'était prévu pour les quatre prochaines années et qu'une partie importante de ce gigantesque cycle d'investissement serait financée par des capitaux externes.

Ceux qui redoutent une bulle liée à l'IA auraient tout intérêt à se pencher sur le chapitre consacré aux actions. En Suisse, le taux d'inflation est quasiment à 0 %. Les obligations d'État négociées en francs suisses génèrent également un rendement d'environ 0 %. Les actions, en

revanche, produisent un rendement d'environ 6 %, et ce sans intégrer les futures augmentations de bénéfices. Cela représente un rendement réel de 6 % pour les investisseurs en actions.

En revanche aux États-Unis, le taux d'inflation est de 3 % et le rendement d'un panier d'actions large s'élève à 4 %, ce qui signifie que le rendement réel actuel n'est que de 1 %. Il y a belle lurette que les investisseurs qui ne se laissent pas aveugler par des espoirs d'avenir, mais qui accordent de l'importance principalement à la croissance réelle de la valeur, ont été en mesure de faire de vraies bonnes affaires hors des États-Unis.

Ces dix dernières années, le marché boursier américain a été le moteur des marchés financiers mondiaux, propulsant les portefeuilles vers le haut grâce à des liquidités quasi inépuisables et une croissance apparemment inexorable des bénéfices. En dépit de marges bénéficiaires déjà élevées, une croissance annuelle des bénéfices de 11 % à 12 % sera nécessaire au cours des cinq ou six prochaines années afin de justifier sur le plan économique le niveau actuel des cours.

En revanche, la partie suisse de nos actions détenues au sein des portefeuilles Zugerberg Finanz est sélectionnée de manière si conservatrice que les niveaux de cours se justifient déjà par le seul rendement de distribution annuel de 3 % à 4 %. Les prévisions de future croissance des bénéfices sont beaucoup plus modestes que pour les valeurs américaines et toujours fondées de manière durable sur des excédents substantiels de flux de trésorerie disponibles issues de l'opérationnel.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Matières premières	↘	→↗	Les cours du pétrole brut ont fortement reculé depuis le début de l'année (-9 % en USD). Mais les cours du gaz naturel ont chuté encore plus fortement (-30 %).
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	L'or (+10 % en septembre) a déjà enregistré une forte croissance depuis le début de l'année (+29 % en CHF). Et la fin de ce mouvement n'est toujours pas à l'horizon.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	Nos portefeuilles comportent une part modérée de risques liés aux emprunts, en particulier dans les fondations de libre passage.
Private Equity	↗	↗	Avec la baisse des taux d'intérêt et l'amélioration des données économiques, les perspectives s'améliorent également pour les entreprises non cotées (et pour leurs propriétaires).

Données du marché

Classe d'actifs		Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)		
Actions		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SMI	CHF	12'109.4	-0.6%	+4.4%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'748.6	-0.9%	+8.2%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	23'880.7	-0.2%	+19.1%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'895.9	+2.4%	+6.4%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	42'725.3	+1.1%	+24.1%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	9'350.4	+0.8%	+7.7%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'530.0	+3.2%	+12.3%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	46'397.9	+1.3%	-4.5%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'688.5	+2.9%	-0.4%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	22'660.0	+5.0%	+2.7%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	44'932.6	+4.0%	+5.2%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	80'267.6	-0.7%	-13.4%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'306.7	+2.5%	+1.7%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'346.1	+6.3%	+9.6%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligations (divers)		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.6	+0.2%	-0.4%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.9	+0.8%	+2.7%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	375.1	+0.3%	+4.1%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	284.6	+0.7%	+4.7%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Emprunts d'Etat		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	188.2	+1.4%	+0.7%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.0	+0.5%	+1.9%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	177.5	+0.3%	-1.5%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Obligations d'entreprise		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.7	+0.1%	+0.9%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	190.4	+1.1%	+3.5%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	631.3	+0.4%	+3.8%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.6	+0.2%	+1.0%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	311.3	+0.3%	+2.9%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Placements alternatifs		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Or Spot CHF/kg	CHF	98'805.9	+10.4%	+29.0%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	104.6	+1.2%	-7.3%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'877.0	-0.6%	+6.0%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Devises		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Dollar / franc suisse	CHF	0.7964	-0.5%	-12.2%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / franc suisse	CHF	0.9345	-0.1%	-0.6%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5384	-1.1%	-6.6%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0709	-0.9%	-5.7%	+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 30/09/2025 ; données économiques au 30/09/2025 ; pronostics économiques au 30/09/2025. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.