

Un début de trimestre saisonnier intéressant

La situation de l'économie mondiale est meilleure que les prévisions le laissaient entendre. Une fois encore, les livraisons de pétrole brut en provenance du Moyen-Orient atteignent presque leur niveau antérieur à la guerre, fournissant ainsi au marché mondial l'offre dont il a tant besoin pour que certains pays puissent réapprovisionner leurs stocks stratégiques. Mais ce qui est presque plus important encore, c'est que le bon pétrole brut parvienne aux capacités de raffinage disponibles pour permettre une baisse progressive des marges élevées. Pendant le trimestre écoulé, des actes de sabotage et des attaques de drones ont occasionné à plusieurs reprises des pénuries d'approvisionnement, qui n'ont pas manqué d'attiser les spéculations. C'est pourquoi les prix du pétrole brut ont renchéri aussi fortement au troisième trimestre. Début juillet, le baril de pétrole brut se négociait encore à 70 dollars environ ; à la fin du trimestre, il atteignait près de 100 dollars, et en septembre, il a même temporairement affiché 110 dollars.
En aucun cas il ne faut sous-estimer l'importance économique mondiale de l'approvisionnement énergétique. Le conflit au Proche-Orient a fait prendre l'ascenseur aux taux d'inflation et aux anticipations d'inflation dans le monde entier, inaugurant ainsi le début d'un cycle de hausse des taux directeurs par les principales banques centrales du monde. En septembre, les taux d'inflation, supérieurs à 3.5 % en Europe et atteignant presque les 4 % aux États-Unis, étaient encore nettement supérieurs à l'objectif d'inflation de 2 % fixé par les banques centrales concernées. Mais cet excédent peut être imputé exclusivement aux prix de l'énergie. Quoiqu'il en soit, les augures d'un ralentissement sensible au cours des prochains trimestres se multiplient. Les futures sur le pétrole s'échangent déjà légèrement au-dessus (contrats de mars) et légèrement en dessous de 90 dollars (contrats d'avril). Les contrats de décembre 2027 s'établissent à 80 dollars environ. Bien entendu, il est encore trop tôt pour annoncer la fin de la crise pétrolière, mais il convient de se positionner correctement dès maintenant.
Cela signifie que nous restons confiants en ce qui concerne les actions. Nous sommes d'avis que les anticipations d'inflation sont trop élevées, à l'instar des anticipations relatives aux hausses y relatives des taux directeurs. La dynamique des bénéfices reste solide. Sur les marchés du travail, on ne constate pas d'éventuelles spirales salaires-prix susceptibles de menacer la reprise. Au contraire, la pression sur les salaires et la productivité augmente dans de nombreux secteurs pour les salariés, et trouver un emploi devient plus difficile, en particulier dans les secteurs des services où l'IA permet de générer des gains de productivité colossaux.

Chute quasi généralisée au mois de septembre

En septembre, les marchés financiers ont réagi avec mauvaise humeur à la hausse des taux d'inflation. Les marchés boursiers et obligataires ont terminé le mois dans le rouge. Seul le Nasdaq 100 américain (+2.9 % en septembre), dominé par certaines entreprises du secteur des semi-conducteurs, a progressé, alors que des indices plus défensifs comme le Swiss Market Index (SMI) et le Dow Jones (tous deux à -3.5 %) étaient en repli. Les inquiétudes liées à l'endettement de la France se sont également accompagnées de peurs face à de possibles augmentations de l'impôt sur les sociétés. C'est pourquoi l'indice de référence CAC 40 a enregistré une baisse un peu plus marquée (-4.1 %). Depuis plusieurs mois, les obligations sont sous pression dans le monde entier. L'indice obligataire mondial (-4.4 % depuis le début de l'année) a nettement sous-performé l'indice des obligations de la Confédération (-2.0 %). Le Zugerberg Income Fund (-2.9 %) se situe entre les deux. En revanche, le Credit Opportunities Fund (-0.5 %) a su faire preuve de stabilité depuis le début de l'année dans un contexte de taux d'intérêt négatifs lié à l'inflation. Dans les classes de risque les plus basses (R1 et R2), les portefeuilles ont souffert de la hausse des rendements sur les marchés obligataires. C'est dans la classe de risque la plus élevée (R5) que cet effet a été le moins perceptible. La question déterminante sera celle de savoir si le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis comme en Europe entraînera des baisses moyennes sur les marchés boursiers, comme cela a été le cas depuis 1994 durant toutes les phases.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

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

Performance des stratégies*

	Septembre 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz R1	−2.0%	−3.0%
Zugerberg Finanz R2	−2.1%	−1.8%
Zugerberg Finanz R3	−1.7%	−0.1%
Zugerberg Finanz R4	−1.2%	+2.1%
Zugerberg Finanz R5	−1.1%	+4.1%
Zugerberg Finanz RDividendes	−3.8%	+1.2%
Zugerberg Finanz Revo1	−2.4%	−3.3%
Zugerberg Finanz Revo2	−2.4%	−2.4%
Zugerberg Finanz Revo3	−2.1%	−0.6%
Zugerberg Finanz Revo4	−1.6%	+1.5%
Zugerberg Finanz Revo5	−1.6%	+3.1%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	−4.4%	+0.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	−0.3%	+9.9%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	−0.1%	+12.4%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	−0.1%	+13.8%

Zugerberg Finanz Libre passage

Performance des stratégies*

	Septembre 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	−1.6%	−3.2%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	−1.3%	−2.3%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	−1.4%	−2.0%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	−1.0%	−0.1%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	−1.0%	+1.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R5	−1.1%	+4.1%
Zugerberg Finanz Libre passage RDividendes	−3.8%	+1.2%

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

Performance des stratégies*

	Septembre 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz 3a Revo1	−2.4%	−3.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	−2.4%	−2.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	−2.1%	−0.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	−1.6%	+1.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	−1.6%	+3.1%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	−4.4%	+0.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	−0.3%	+9.9%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	−0.1%	+12.4%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	−0.1%	+13.8%

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

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Macroéconomie

La croissance macroéconomique reste intacte



Aux États-Unis, le prix moyen du diesel a atteint 6.53 dollars le gallon (photo : T.P., Boston, 21 septembre 2026)

Bien entendu, les taux d'inflation liés aux prix de l'énergie sont inquiétants, mais les récentes hausses observées au troisième trimestre devraient s'estomper au cours des deux prochains trimestres. Par conséquent, la pression en faveur de plusieurs hausses des taux directeurs s'affaiblira également, et les rendements obligataires devraient baisser. Cela pourrait également améliorer les conditions de financement des entreprises. Afin de répondre aux besoins en capitaux liés à la croissance sur les marchés publics et privés, une concurrence intense s'est engagée pour attirer les capitaux.

Puisque les livraisons de pétrole brut ont quasiment recouvré leur niveau d'avant-guerre, les cours du pétrole brut et les anticipations inflationnistes devraient à nouveau baisser dans les semaines et les mois à venir, ce qui ferait remonter les actions et les obligations. En observant les marchés à terme, on constate que les prix prévus pour l'année prochaine, compris entre 80 et 95 dollars, indiquent déjà des niveaux nettement inférieurs à ceux d'aujourd'hui. Il est d'autant plus surprenant que les banques centrales aient récemment commencé à qualifier le conflit au Proche-Orient de « persistant ». Par crainte de voir les taux d'inflation, poussés à la hausse par les prix de l'énergie, persister longtemps bien au-dessus de leurs objectifs, elles ont relevé leurs taux directeurs et annoncé plusieurs autres mesures. À notre sens, cette décision ne semble pas totalement réfléchie.
Par exemple, l'inflation de base a joué récemment un rôle important aux États-Unis. Dans ce pays, les prix des biens de base n'ont que très légèrement augmenté (+0.2 % en août) et, bien que nettement plus élevée que l'année précédente (+3.0 %), cette hausse reste nettement inférieure à la fourchette des taux directeurs de la politique monétaire (3.75 % à 4.00 %). C'est pourquoi il y déjà lieu de qualifier la politique monétaire de « restrictive », d'autant plus que les signaux transmis par le marché du travail sont de toute façon plutôt faibles. Le moral des consommateurs atteint également un niveau historiquement bas, tout comme leurs perspectives. La situation des consommateurs sur le plan des perspectives de l'emploi et des capacités de consommation est évaluée comme étant aussi défavorable qu'au printemps 2021.
La hausse des taux directeurs fait l'effet d'un frein sur l'économie macroéconomique. À cela viennent s'ajouter les besoins en capitaux des États fortement endettés, qui propulsent les rendements vers le haut. Par crainte des déficits publics, les investisseurs exigent à nouveau une rémunération plus élevée pour compenser le risque lié aux durées longues. Cela renchérit les crédits hypothécaires, réduit le nombre de nouvelles constructions et pénalise de manière générale les projets d'investissement. En période de hausse des taux, les modèles économiques sensibles aux taux d'intérêt (par exemple les entreprises de services publics, mais aussi, de plus en plus, les hyperscalers à flux de trésorerie négatifs), font face à des vents contraires. Pourtant, la croissance continue à faire preuve de résilience.
Par exemple, le produit intérieur brut (PIB) suisse a enregistré au deuxième trimestre 2026 une croissance de 1.5 %, soit la plus forte depuis le troisième trimestre 2021. Les principaux moteurs de croissance sont l'industrie chimique et pharmaceutique, mais aussi le reste du secteur industriel. Leur valeur ajoutée a progressé de 10.5 % par rapport au trimestre précédent, dans le sillage de la hausse des exportations et du chiffre d'affaires. D'une manière générale, le secteur industriel a enregistré une forte croissance économique (+3.9 %). Dans le secteur des services, la croissance est restée modérée (+0.7 %), mais largement étayée. C'est ce que montrent les enquêtes du SECO. La BNS table sur une croissance du PIB légèrement supérieure à la moyenne, comprise entre 1.5 % et 2.0 %, pour l'année en cours.

Région	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Il ressort de l'examen de la situation économique et monétaire de la BNS que la pression inflationniste à moyen terme reste pratiquement inchangée.
Zone euro, Europe	↗	↗	En Europe, les dernières prévisions de croissance ont été revues à la hausse au cours du mois de septembre. La situation des commandes s'est améliorée dans de nombreux secteurs.
Etats-Unis	↗	↗	En 2026, la croissance économique devrait connaître une croissance de 2.3 % environ. La Réserve fédérale estime la croissance du PIB réel à 2.4 % (2027) et 2.2 % (2028) : cela n'est certainement pas un boom.
Reste du monde	↗	↗	Les prévisions de croissance du PIB pour l'économie mondiale dans son ensemble, qui s'élèvent à environ 3 %, sont légèrement plus élevées dans le reste du monde que dans les pays industrialisés très développés.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Liquidités, devises

Les rendements influencent les devises

Le 28 juillet, le dollar s'échangeait encore à 0.82 franc ; trois semaines plus tard, il avoisinait les 0.79 francs et, le 30 septembre, il était remonté à 0.84 franc. Cette forte volatilité est difficile à expliquer. Les besoins de refinancement considérables engendrés par la hausse de l'endettement public, de même que les prix relativement élevés de l'énergie et les craintes d'inflation qui en découlent, ont propulsé les rendements des obligations d'État à 30 ans à leur plus haut niveau depuis 24 ans. Toutefois, à moyen terme, le niveau actuel est menacé par le pouvoir d'achat nettement plus faible du dollar.

Le marché s'attend à quatre hausses des taux directeurs aux États-Unis au cours des 12 prochains mois. C'est pourquoi le dollar se situe nettement au-dessus de sa parité de pouvoir d'achat et reste ainsi structurellement exposé à un risque de dépréciation. John Williams, représentant de la Réserve fédérale et président de la Fed de New York, estime qu'« après la hausse des taux de septembre, il n'y a pas lieu de se précipiter ». Les gardiens de la monnaie auraient le temps d'évaluer les données économiques avant de décider de la prochaine étape, a récemment souligné M. Williams lors d'un discours à l'université de Buffalo. Pourtant, une nouvelle hausse avant la fin de l'année serait probablement appropriée pour ramener l'inflation vers l'objectif de 2 %, qui ne sera toutefois atteint qu'en 2028.

Les marchés cherchent toutefois activement des raisons d'anticiper une politique monétaire nettement plus restrictive. Les quatre hausses des taux directeurs anticipées alimentent des attentes exagérées quant à des niveaux de taux durablement viables et à une surévaluation du dollar. Nous tablons plutôt sur une baisse inattendue des rendements, avec des effets légèrement positifs pour l'économie et nettement négatifs pour le dollar. On ne perçoit pas encore de manière correcte de ce qui se cache sous la surface de la croissance américaine. On estime que les deux tiers de cette croissance sont liés à la construction de centres de données, le secteur le plus dynamique de l'économie américaine. Un tiers de cette situation est imputable à la politique monétaire budgétaire, qui semble échapper à tout contrôle. Au cours des 12 derniers mois, jusqu'en juin 2026, le nouvel endettement des États-Unis s'est élevé à 7.5 % du PIB – un niveau inégalé dans aucun autre pays industrialisé.

Le marché du travail américain continue d'afficher des signes de faiblesse (JOLTS : le nombre d'offres d'emploi était également dernièrement inférieur aux prévisions), et le moral des consommateurs s'assombrit. L'indice correspondant a chuté à 81.9 ; les prévisions s'établissaient à 89.0. Par conséquent, il est plus facile d'envisager un assouplissement de la politique monétaire restrictive. En effet, l'économie est loin d'être en surchauffe, même si elle s'affaiblit davantage que certains ne veulent bien l'admettre.

Sans le boom de l'IA lié à la construction de centres de données, la croissance du PIB aux États-Unis serait nettement plus faible qu'en Europe, par exemple. À cela vient s'ajouter que la construction d'un nombre croissant de centres de données connaît un ralentissement. Dernièrement, plusieurs projets n'ont pas pu être menés à bien en raison d'obstacles financiers importants, de résistances locales, de revers réglementaires ainsi que d'un manque d'infrastructures énergétiques.

L'exemple d'un centre de données d'une valeur de 18 milliards de dollars situé au Nouveau-Mexique illustre parfaitement ce phénomène. Récemment, l'entreprise de technologie Oracle, déjà endettée de manière significative, aurait suspendu les paiements destinés à la construction de ce centre. La consommation énergétique de ce centre de données équivaut à celle de 1.8 million de foyers, et celle-ci doit être couverte dans le sud des États-Unis pratiquement sans eau, grâce à des piles à combustible à oxyde solide.

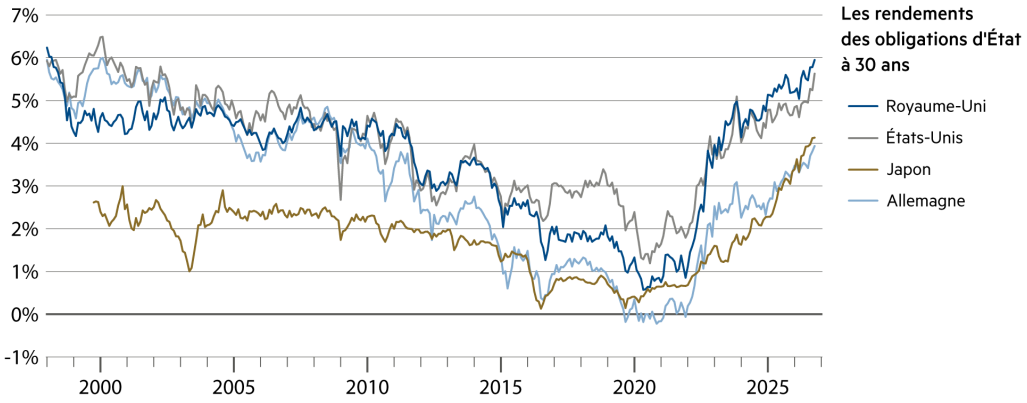
Or, cette production électrochimique nécessite un approvisionnement constant en gaz. La construction du gazoduc, long d'environ 30 kilomètres, prend du retard car des associations environnementales locales font valoir que le projet comporte des risques climatiques. Le projet Jupiter est ainsi devenu un symbole national de la résistance politique et écologique en plein essor. De telles impasses génèrent principalement des risques conjoncturels pour les États-Unis.

Classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Fin septembre, les swaps Saron affichent un écart pouvant atteindre 25 points de base par rapport aux rendements des obligations de la Confédération à échéance identique, ce qui renchérit les crédits hypothécaires.
Euro / Franc suisse	→	→	À 0.95, l'euro affiche une hausse de 2 % par rapport au début de l'année. Les coûts de couverture de change ont augmenté, passant de 2.1 % (au 1er janvier) à 2.7 % à la fin septembre.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	Fin août, le taux de change USDCHF est resté pratiquement inchangé, à un peu moins de 0.84 : cela représente une hausse d'un peu plus de 5 % par rapport au début de l'année.
Euro / Dollar américain	→	↗	À 1.14, l'euro est en léger repli en septembre, probablement aussi parce que les rendements en dollars américains dépassent de 170 points de base ceux de l'euro (Allemagne).

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Obligations

Fiasco pour les obligations d'État



Les rendements des obligations d'État à 30 ans (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Sur les marchés des capitaux, les États et les entreprises se font concurrence. Mais le temps où les obligations d'État étaient les plus recherchées est révolu. Alors que ces titres ont enregistré les pertes les plus importantes depuis le début de l'année, les obligations d'entreprises ont permis de limiter les dégâts dans une certaine mesure grâce à des rendements structurellement plus élevés. Mais les marchés restent toujours dominés par les obligations d'État. Celles-ci, à leur tour, influencent l'économie réelle par le biais de leur mécanisme de transmission.

Restons d'abord sur l'exemple de l'économie réelle : les rendements des bons du Trésor américain à 30 ans sont passés de 4.9 % à 5.6 % (+16 % de coûts d'intérêt). Ce faisant, les taux d'intérêt des hypothèques américaines ont également augmenté pour atteindre en moyenne 7.2 %, tout comme ceux des opérations de leasing, des prêts étudiants et des découverts de cartes de crédit. Ce n'est pas seulement l'État qui accumule des déficits croissants, mais aussi les ménages, qui « passent à la caisse » pour ces rendements plus élevés – et ce, juste au moment auquel il faut également dépenser davantage pour l'énergie (essence, diesel, fioul, gaz, etc.). Mais ce qui est étonnant, c'est que les obligations d'entreprises s'accompagnent même de primes de risque de crédit légèrement inférieures à celles du début de l'année. Cela veut dire qu'on leur accorde davantage de confiance qu'aux États.

Penchons-nous maintenant sur le rapport entre les obligations d'État et les obligations d'entreprises en Europe. Sur le marché des obligations en euros, le volume émis actuellement s'élève à environ 19'200 milliards de valeur nominale. Les États en représentent 82 %, les entreprises 18 %. Pour les obligations d'État, nous constatons que, toutes zones géographiques et devises confondues, les rendements à long terme ont sensiblement augmenté depuis 2022, atteignant des niveaux jamais observés auparavant (Japon) ou qui n'avaient plus été atteints depuis une vingtaine d'années (États-Unis, Royaume-Uni, France).

La montagne de dette qui ne cesse de croître menace d'écraser les économies nationales. Et ce aussi parce que le vieillissement de la population entraîne une croissance structurelle et disproportionnée des dépenses. Et pourtant, les populistes de tous ces pays ne se montrent guère enclins à mener une politique d'austérité. Si la seule issue pour ces États consiste à imprimer davantage de monnaie et à en déprécier la valeur, il convient de bien réfléchir à la question de savoir s'il vaut mieux investir dans des actifs nominaux ou réels.

Sur ce point, il convient de souligner que les conditions structurelles ont considérablement évolué. Aux États-Unis, l'endettement total de l'État, des entreprises et des ménages est désormais supérieur de 30 points de pourcentage à ce qu'il était avant la crise financière mondiale de 2007 et de 70 points de pourcentage à ce qu'il était en 2000. Le risque budgétaire augmente. Cela signifie que, d'un point de vue économique, il serait opportun de consolider les budgets publics, car actuellement, le service de la dette occupe une place de plus en plus importante et se substitue à d'autres missions essentielles de l'État (investissements dans les infrastructures, l'éducation et la recherche, la défense, etc.).

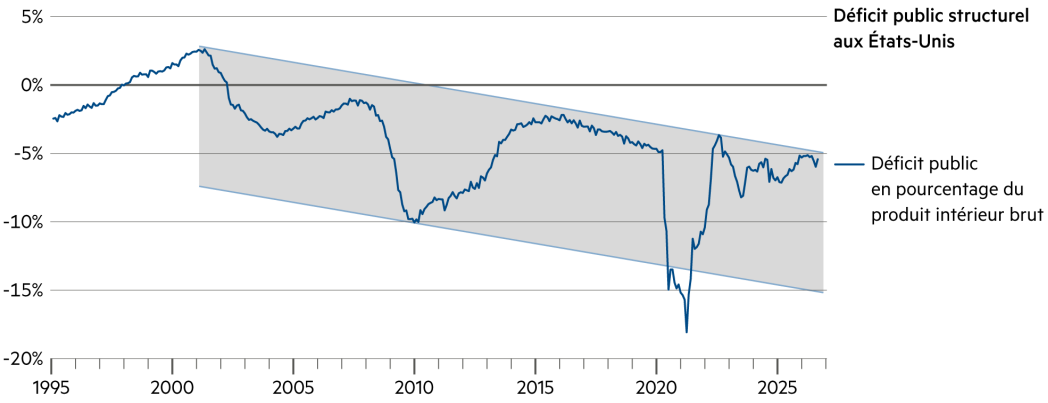
En raison des hausses des taux directeurs déjà intervenues et futures, la période de refinancement relativement avantageux sur les courtes durées est également révolue. Avec plus de 8'000 milliards de dollars de bons du Trésor américain à échéance inférieure à un an, le ministère américain des Finances a jusqu'à présent, en quelque sorte, « joué à la carte de crédit » au lieu d'établir un profil d'échéances raisonnable pour sa dette de plus de 40'000 milliards. À l'extrémité courte de la courbe des taux, la charge d'intérêt a même augmenté de 40 % (rendements des bons du Trésor américain à 2 ans passant de 3.5 % à 4.9 %).

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	↘	Malgré un affaiblissement des indicateurs économiques, tant « souples » que « durs », les rendements obligataires ont augmenté aux États-Unis, ce qui renforce le problème de la dette.
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 toujours des niveaux proches de leurs plus bas niveaux sur douze mois.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	L'activité d'émission (Helvetia Baloise, Hero, etc.) est soutenue. Ces obligations émises par des émetteurs de premier ordre restent assurément attractives.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Les obligations restent sous pression



Déficit public structurel aux États-Unis de 1995 à 2026 ; en % du produit intérieur brut (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Fin septembre, l'indice obligataire mondial affichait -4.4 %. La baisse enregistrée le mois dernier (-2.1 %) s'explique par la hausse des taux d'inflation et l'augmentation de la dette publique. Le Credit Opportunities Fund (-0.5 %) s'est avéré relativement stable depuis le début de l'année et aborde le dernier trimestre avec des perspectives encourageantes.

Dans nos analyses saisonnières des marchés, les mois de septembre et d'octobre restent les plus difficiles. Il semble que cette tendance se répète cette année. À nos yeux, cette situation est imputable à deux facteurs principaux : d'une part, la hausse des anticipations d'inflation liée aux prix de l'énergie et, d'autre part, l'augmentation structurelle de la demande de capitaux due à la construction de centres de données induite par l'IA.

Dans une économie mondiale caractérisée par des forces inflationnistes telles que la hausse des prix de l'énergie et des transports, l'augmentation des déficits publics et l'accélération des investissements dans l'IA, des rendements à long terme de 6 % pour les obligations d'État pourraient bientôt voir le jour. L'immense vague d'investissements dans le domaine de l'IA pour les bâtiments, les équipements et l'énergie génère une importante phase de croissance, dont l'ampleur dépasse celle du boom d'Internet à la fin des années 1990 et se traduit par une puissance relativement forte.

Pourtant, cette phase de boom présente un désavantage : elle s'accompagne actuellement d'un déficit public structurel nettement plus élevé. L'État sollicite le marché des capitaux dans une bien plus grande mesure qu'il y a 25 ans, et les obligations émises pourraient continuer à attiser l'inflation. Les États-Unis continuent à être marqués par une importante contradiction entre une politique budgétaire expansionniste (déficit de 7.5 % du PIB) visant à stimuler l'économie et une politique monétaire restrictive visant à lutter contre l'inflation. Le volume des emprunts augmente plus rapidement que celui du PIB nominal, ce qui déstabilise les anticipations d'inflation.

La réaction des marchés obligataires mondiaux, qui s'est notamment traduite par une hausse des rendements à court terme (y compris en Suisse), est un signe classique indiquant que les marchés anticipent un cycle de hausse des taux d'intérêt. Le marché des capitaux en francs suisses ne saurait y échapper non plus. Bien que les rendements des obligations de la Confédération à dix ans s'élevaient à 0.6 % en fin de mois, les taux des swaps SARON étaient supérieurs d'environ 25 points de base. Ces derniers sont déterminants pour la fixation, par exemple, des taux hypothécaires.

Dans le cadre de nos solutions obligataires, nous bénéficions du fait que les rendements à l'échéance (qui s'accompagnent toutefois d'une baisse des cours) ainsi que les rendements des nouvelles émissions ont sensiblement augmenté. Récemment, au sein du Zugerberg Income Fund, nous avons souscrit à deux nouvelles émissions intéressantes sur le marché des capitaux en francs suisses : une obligation à 2.3 % émise par l'assureur Helvetia-Baloise et une autre à 2.9 % émise par Hero. Pour le groupe Hero, ce sont ses catégories de produits, qui recouvrent 16 marques multinationales, qui nous ont convaincus. En particulier dans le domaine du « Better Snacking » (Goodies, Organix, Corny, the gut stuff) , il dépasse parfois même nettement la croissance du marché.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2026 (rendement sur toute l'année)	-2.9 %	-0.5 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-9.2 % (-1.2 %)	+38.1 % (+2.4 %)
Quantité de mois de performance positive :	56 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	104 PB (+7 PB)	349 PB (-3 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.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Immobilier, infrastructures

Nette augmentation des taux des prêts hypothécaires à long terme

Les taux d'intérêt des prêts hypothécaires à long terme ont fortement augmenté en septembre, dans le sillage de la hausse mondiale des taux d'intérêt. Ce sont les taux de référence des prêts hypothécaires à deux et trois ans qui ont connu la plus forte hausse. Pour les prêts hypothécaires à dix ans, très populaires, les taux de référence dépassent à nouveau les 2.0 % pour la première fois depuis mars 2025. On ignore encore combien de temps les taux SARON, liés au marché monétaire, resteront à leur bas niveau.

Dans son examen de la situation économique et monétaire du 24 septembre 2026, la Banque nationale suisse (BNS) indiquait : « Selon la prévision d'inflation conditionnelle, le renchérissement continuera d'augmenter quelque peu au quatrième trimestre, avant de reculer de nouveau dans le courant de 2027. Ce recul est dû au fait que le renchérissement actuellement marqué de l'énergie devrait s'estomper lors des prochains trimestres ».

La BNS pourrait néanmoins relever légèrement son taux directeur au cours de l'année 2027 afin de se ménager une marge de manœuvre en matière de politique monétaire en cas de crise. Deux hausses du taux directeur de 25 points de base chacune sont envisagées. Cela conduirait à un taux directeur de 0.5 %, ce qui resterait le taux d'intérêt le plus bas au monde, sans pour autant renchérir de manière significative les crédits hypothécaires indexés sur le marché monétaire et sans ainsi compromettre l'activité de construction.

Alors que nous vivons dans un havre de bonheur en matière de taux d'intérêt, la Suisse connaît une inflation des prix de l'immobilier. Depuis l'introduction de l'indice des prix de l'immobilier résidentiel début 2017, les prix de l'immobilier en Suisse ont augmenté de 40 %. Cette inflation des prix se répercute plus lentement sur les loyers. Au cours de la même période, les loyers ont moins fortement augmenté (+14 %). Les loyers n'augmentent généralement qu'en cas de déménagement ou de construction de nouveaux logements.

Ce ne sont pas tant l'immigration (+8.4 %) ni l'offre de logements (+8.3 %) qui propulsent les prix vers le haut. Selon ces deux critères, les prix et les loyers auraient dû stagner. La qualité de la construction ne peut pas non plus en être la cause. La raison principale réside plutôt dans le fait que les investisseurs recherchent la sécurité offerte par les biens de rendement immobiliers, ce qui engendre une hausse des prix des terrains et, par conséquent, des prix de l'immobilier. De nombreuses caisses de pension se contentent d'obtenir un rendement net supérieur de 2 % avec l'immobilier par rapport aux obligations de la Confédération. Cela conduit parfois à un ratio cours/bénéfice de 40 lorsqu'il s'agit d'immeubles résidentiels de rendement. Sur le marché boursier, de tels ratios cours/bénéfice sont considérés comme très élevés.

Ce constat se confirme lorsque l'on examine le marché immobilier à l'échelle internationale, notamment à travers l' « Indice mondial des bulles immobilières 2026 » établi par l'UBS. Selon cet indice, la ville de Zurich présente le risque le plus élevé de bulle immobilière au monde, suivie de Tokyo. Dans la catégorie « risque accru », on retrouve Miami, Dubaï, Séoul, Genève et Lisbonne. Comme les hausses actuelles des taux d'intérêt en Suisse renchérissent notamment le financement immobilier à moyen et long terme, le potentiel de hausse des prix est limité, du moins à court terme.

Les coûts de financement sont pris en compte pour déterminer l'ampleur relative d'une bulle. Dans la plupart des villes, les coûts annuels d'utilisation d'un appartement de 60 mètres carrés nouvellement acquis, y compris les intérêts hypothécaires et les frais d'entretien, s'élèvent à plus de 40 % du revenu brut d'un professionnel hautement qualifié. Un appartement en copropriété est donc considéré comme de moins en moins « accessible », d'autant plus que les coûts d'utilisation sont nettement supérieurs aux loyers d'appartements comparables.

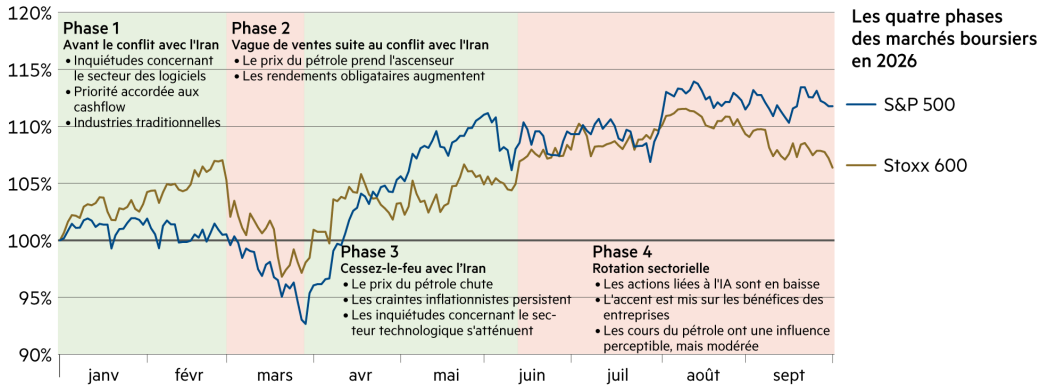
À propos de Zurich, les auteurs écrivent : « Au cours des 20 dernières années, Zurich a enregistré la plus forte hausse des prix de l'immobilier résidentiel parmi toutes les villes examinées. Le fort attrait de la ville et l'afflux de professionnels internationaux – notamment dans les domaines de la technologie et de l'IA – soutiennent la demande de logements. Dans le même temps, les faibles taux d'intérêt et les pénuries d'offre marquées accentuent la pression sur les prix : le taux de vacance est proche de zéro, tandis que l'offre de logements en propriété reste bien en deçà de son niveau historique ». Le risque de bulle reste toutefois élevé. Le rapport exceptionnellement élevé et en constante augmentation entre les prix de l'immobilier et les loyers témoigne de la dépendance croissante du marché vis-à-vis de coûts de financement avantageux.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	→↗	↗	Le rendement du cashflow des biens immobiliers de rendement s'élève cette année à environ 3.2 %, soit un niveau légèrement inférieur à celui de 2024 (3.5 %) et de 2025 (3.4 %).
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	Les activités commerciales marchent bien. PSP (+2.0 %, dividende compris) et Swiss Prime Site (+0.6 %) affichent une légère hausse depuis le début de l'année, malgré la hausse des taux d'intérêt.
Fonds immobiliers CH	→	→	Le durcissement de la Lex Koller pèse sur les sociétés immobilières cotées. Le SWIIT (-3.0 %) et le CHREF (-3.2 %) affichent un rendement global négatif.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Les actions subissent une forte pression à la baisse en raison de la hausse des taux d'intérêt et, par conséquent, de l'augmentation des taux d'actualisation dans les modèles d'évaluation du cashflow.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Actions

L'intelligence artificielle en point de mire



Quatre phases des marchés boursiers depuis le début de l'année (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Le thème de l'IA (en anglais : AI) a dominé le mois de septembre. Alors que la plupart des marchés boursiers ont reculé en septembre, les actions liées à l'IA ont notamment propulsé l'indice technologique du Nasdaq (+2.9 %) vers un nouveau record historique. Dans le même temps, les marchés dans leur ensemble sont en difficulté. Le Dow Jones a reculé autant que le Swiss Market Index (respectivement -3.5 %).

Depuis le début de l'année, quatre phases se sont succédé :

1. Avant l'Iran: les marchés boursiers européens ont connu une évolution plus dynamique que les marchés américains. En amont de la saison des dividendes, les investisseurs se sont tournés vers les flux de trésorerie élevés des entreprises européennes et les secteurs traditionnels à fort rendement. Les entreprises de logiciels ont traversé une mauvaise passe, en raison des craintes de voir leurs activités remplacées par des modèles d'IA.

2. Le début violent de la guerre inattendue en Iran a entraîné une forte baisse des cours des deux côtés de l'Atlantique. Les prix du pétrole ont grimpé en flèche, tout comme les rendements obligataires, ce qui signifie que les cours des obligations ont chuté.

3. S'en est suivi un trimestre sous le signe de l'espoir d'un accord de paix entre les États-Unis et l'Iran. Cela a entraîné une légère baisse des cours du pétrole, mais des distorsions dans la formation des prix commençaient déjà à se manifester au niveau des raffineries. C'est pourquoi les craintes inflationnistes sont restées à un niveau élevé. Les valeurs technologiques, et plus particulièrement celles des fabricants de semi-conducteurs aux États-Unis, à Taïwan et en Corée du Sud, ainsi que celles de leurs fournisseurs respectifs, ont connu une croissance significative au premier trimestre de l'année, grâce aux excellents résultats obtenus. Les marchés émergents ont été pratiquement dominés par trois entreprises : TSMC, SK Hynix et Samsung Electronics.

4. Au cours de l'été, l'accent s'est plutôt déplacé sur les bénéfices. Les titres liés à l'IA ont perdu de la valeur, tandis que les entreprises génératrices de flux de trésorerie ont occupé le devant de la scène. Les actions européennes ont suivi le rythme des marchés américains, avant que, en septembre, les cours du pétrole brut ne s'envolent jusqu'à 110 dollars le baril et que l'inflation des prix à la production et à la consommation ne défraie la chronique. Depuis lors, l'indice américain S&P 500 (+12.7%) devance à nouveau l'indice européen Stoxx 600 (+10.2 %).

Nous sommes désormais entrés dans le dernier trimestre. Cette période, traditionnellement favorable sur le plan saisonnier, est toutefois marquée par une plus grande incertitude, car la poursuite du développement de l'IA s'accompagne de cashflows négatifs chez les hyperscalers tels que Microsoft, Alphabet, Amazon et Oracle. Cela conduit à un recours accru au financement externe (endettement par des capitaux empruntés assortis de coupons élevés). Ces actions ne semblent pas chères tant que la demande en matière d'IA se maintient. Des événements macroéconomiques ou de nouveaux doutes quant à la viabilité des plans d'investissement dans les centres de données pourraient toutefois modifier cette perception.

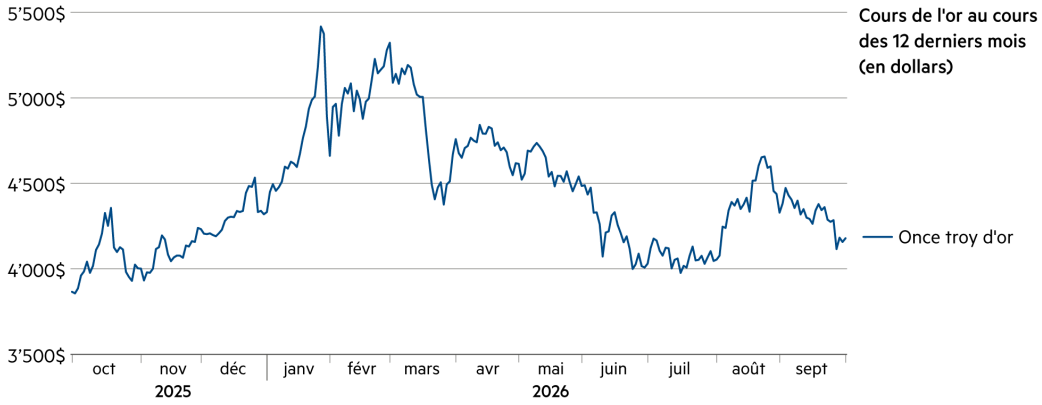
Une forte divergence est apparue au sein du S&P 500 en septembre. L'action moyenne a fortement chuté (-4.5 %), cette faiblesse ayant toutefois été compensée par la hausse d'environ +10 % des sociétés de semi-conducteurs à forte capitalisation. Le S&P 500 n'est donc soutenu que par un groupe relativement restreint de titres. En Europe, l'Euro Stoxx 600 bénéficie en revanche d'un soutien plus large. Nous observons donc de près si l'évolution générale du marché, notamment aux États-Unis, finit par se rapprocher de celle de l'indice ou si la faiblesse s'étend au reste du marché.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Le mois de septembre a été faible, mais le quatrième trimestre est de toute façon le plus dynamique de l'année sur le plan saisonnier. Cette fois-ci, il bénéficie d'effets de change positifs qui doivent encore être intégrés dans les cours.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Si les cours du pétrole baissent, les actions européennes devraient progresser davantage que celles des États-Unis. La concurrence chinoise maintient les groupes technologiques américains sur le qui-vive.
Actions Etats-Unis	↗	↗	Si l'on se réfère au ratio cours/bénéfice corrigé des variations conjoncturelles des dix dernières années, les actions semblent aussi chères qu'en 2000 et 1929, par exemple.
Actions Pays émergents	↗	↗	Depuis la mi-mai, l'indice des marchés émergents connaît une phase de consolidation qui dure depuis près de cinq mois.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Placements alternatifs

Le cours de l'or oscille



Le cours de l'or en dollars au cours des 12 derniers mois (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

L'attrait de l'or en tant que valeur refuge au sein d'un portefeuille à orientation conservatrice se maintient grâce au soutien structurel des acheteurs d'or à long terme. On remarque en particulier le rôle de la Pologne, l'une des régions d'Europe connaissant la plus forte croissance, mais qui n'est pas intégrée à la zone euro sur le plan monétaire. La Banque centrale polonaise est devenue l'acheteur d'or le plus actif de tous les temps. Cela intervient à un moment où le cours de l'or stagne dans une fourchette comprise entre 4'000 et 4'500 dollars l'once troy, dans l'attente d'une hausse des taux d'intérêt en dollars.

L'idée selon laquelle le prix de l'or augmente en même temps que l'inflation est simpliste et fausse. La manière dont l'inflation se manifeste ainsi que ses répercussions sur les taux d'intérêt et le dollar revêtent une importance capitale.

Des taux d'intérêt élevés (en dollars) affaiblissent généralement la demande d'or, car celui-ci ne produit pas d'intérêts. Dans une enquête menée auprès de 76 banques centrales et fonds souverains, 89 % des participants ont toutefois déclaré s'attendre malgré tout à détenir davantage d'or au cours des 12 prochains mois. La Pologne en est l'exemple le plus frappant. Le pays est passé du statut de simple détenteur à celui d'acheteur le plus agressif de tous les temps. Interrogé sur les raisons de cette évolution, le gouverneur de la banque centrale polonaise a expliqué que son pays n'avait pas confiance en l'avenir (de l'euro et du dollar). En termes de volume, la Chine est le plus grand acheteur d'or. D'ici septembre, les achats devraient dépasser les 1'100 tonnes et avoir ainsi déjà largement dépassé le total de l'année 2025.

Pourtant, le prix de l'or n'a que légèrement augmenté au cours du dernier trimestre (+4 %), après que la Turquie, la Russie et plusieurs pays du Moyen-Orient ont déjà commencé, dès le deuxième trimestre, à vendre une partie de leurs réserves afin d'obtenir des liquidités en plein milieu de la crise pétrolière. Alors que ces pays vendaient, d'autres banques centrales, comme celles de Chine et de Pologne, continuaient à acheter, alors que le cours était encore en baisse.

Un prix plus bas ne signifie pas toujours une demande inférieure. Ce prix plus bas était plutôt le résultat d'une levée de liquidités liée à la crise par certaines banques centrales, afin de faire face à la hausse des prix des importations (d'énergie).

Il est intéressant de constater que plusieurs banques centrales ont acheté une quantité record d'or pendant que le cours avait chuté de 25 %. Elles agissent ainsi aussi parce que le nouveau système de règlement adossé à l'or des pays du BRICS l'exige. Les pays du BRICS s'affranchissent de plus en plus des systèmes de paiement internationaux basés sur le dollar. C'est également pour cette raison que des banques d'investissement américaines telles que Goldman Sachs et J.P. Morgan tablent sur un cours de l'or pouvant atteindre 6'300 dollars à moyen terme.

Au cours des cinq dernières semaines, le cours de l'or a baissé. Cette baisse est imputable surtout aux hausses des taux d'intérêt décidées par les principales banques centrales (Fed, BCE) et à la hausse des prix du pétrole. Goldman Sachs prévoit que la demande d'or des banques centrales s'élèvera à environ 60 tonnes par mois en 2027, contre une moyenne d'environ 50 tonnes en 2026, avec un prix de référence de 5'400 dollars d'ici fin 2027.

Néanmoins, la baisse des prix de l'énergie et un nombre moindre de hausses de taux d'intérêt attendues de la part de la Fed pourraient bientôt entraîner une nouvelle hausse des cours de l'or, renforcée par la demande des banques centrales en 2027.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	↗↘	→	Sur le marché à terme, les cours des contrats ont chuté à 95 dollars le baril (Brent ; janvier 2027) et à 80 dollars (janvier 2028).
Or / Métaux précieux	→↗	↗	Malgré la récente baisse, la demande d'or reste forte, notamment de la part des investisseurs à long terme et des banques centrales asiatiques.
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	→	↗	Parmi les produits du marché privé, les fonds d'infrastructure sont particulièrement populaires. Cela permet une diversification aux investisseurs peu enclins au risque et axés sur le cashflow.

© Zugerberg Finanz AG https://zugerberg-finanz.ch

Données du marché

Classe d'actifs		Cours (en monnaie locale)	Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)				
Actions		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
SMI	CHF	13'830.3	−3.2%	+4.2%	+14.4%	+4.2%	+3.8%
SPI	CHF	19'612.1	−2.5%	+7.6%	+17.8%	+6.2%	+6.1%
DAX	EUR	25'199.2	−3.2%	+4.8%	+21.6%	+20.4%	+13.1%
CAC 40	EUR	7'964.5	−3.6%	−0.6%	+9.4%	−1.0%	+9.6%
FTSE MIB	EUR	51'372.0	−1.5%	+16.4%	+30.0%	+14.1%	+20.4%
FTSE 100	GBP	10'606.0	−0.9%	+10.8%	+14.1%	+12.1%	−0.3%
EuroStoxx50	EUR	6'269.0	−1.5%	+10.1%	+17.3%	+9.6%	+12.1%
Dow Jones	USD	50'906.1	−1.1%	+11.5%	−1.3%	+22.1%	+3.5%
S&P 500	USD	7'651.5	+2.9%	+17.6%	+1.7%	+33.4%	+13.1%
Nasdaq Composite	USD	26'861.1	+5.2%	+21.6%	+5.2%	+39.2%	+30.6%
Nikkei 225	JPY	66'753.7	+5.6%	+39.1%	+10.9%	+15.2%	+8.6%
Sensex	INR	72'480.3	−3.5%	−16.1%	−9.3%	+13.8%	+7.4%
MSCI World	USD	4'902.7	+2.0%	+16.5%	+4.4%	+26.6%	+10.8%
MSCI EM	USD	1'704.9	+2.5%	+27.8%	+14.1%	+13.6%	−2.6%
Obligations (divers)		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	144.8	−1.8%	−4.6%	−1.0%	−1.4%	+2.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.3	−2.5%	−4.9%	+2.5%	−0.8%	+4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	370.2	−2.9%	−2.5%	+5.4%	+6.1%	+8.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	275.2	−3.2%	−4.4%	+5.9%	+2.4%	+4.5%
Emprunts d'Etat		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
SBI Dom Gov	CHF	182.7	−0.5%	−2.0%	−0.2%	+4.0%	+12.5%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	130.7	−2.7%	−5.7%	+1.7%	−3.8%	−0.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	168.0	−2.4%	−5.0%	−1.8%	−0.8%	+4.8%
Obligations d'entreprise		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	191.5	−0.7%	−0.4%	+0.7%	+5.1%	+5.7%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	178.2	−3.2%	−6.1%	+3.1%	−2.4%	+3.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	613.1	−3.0%	−3.0%	+4.0%	+3.7%	+8.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	163.9	−1.6%	−3.0%	+0.7%	+2.0%	+5.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	306.1	−2.0%	−1.6%	+2.8%	+5.4%	+9.8%
Placements alternatifs		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
Or Spot CHF/kg	CHF	111'713.6	−3.1%	+1.5%	+43.8%	+36.0%	+0.8%
Commodity Index	USD	141.8	+3.6%	+36.0%	−2.9%	+8.3%	−20.4%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'887.0	−2.6%	−3.2%	+9.9%	+16.0%	+5.4%
Devises		**30.09.2026**	**09/2026**	**2026 YTD**	**2025**	**2024**	**2023**
Dollar / franc suisse	CHF	0.8358	+3.4%	+5.5%	−12.8%	+7.8%	−9.0%
Euro / franc suisse	CHF	0.9469	+0.8%	+1.7%	−1.0%	+1.2%	−6.1%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5309	+4.9%	+4.9%	−12.1%	−3.4%	−15.4%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.1087	+1.2%	+3.8%	−6.1%	+6.0%	−4.2%

Toutes les données publiées ici sont transmises à titre d'information uniquement et n'ont pas valeur de conseil ou recommandation en matière de placement ou autre. La présente publication est fondée sur des sources accessibles au public, que nous considérons comme fiables et valables. Nous déclinons toute responsabilité quant à l'exactitude et / ou l'intégrité des informations communiquées. Il n'est pas possible de garantir qu'une prévision ou un objectif sera atteint. Toutes les prévisions reposent sur des hypothèses, des estimations, des opinions et des modèles hypothétiques qui peuvent s'avérer inexacts. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures. Cette publication s'adresse exclusivement aux clients / intéressés établis en Suisse, et les informations légales figurant dans les mentions légales sur le site www.zugerberg-finanz.ch s'appliquent. Evolution des valeurs d'après un portefeuille modèle. Du fait de la gestion active, la structure effective de chaque dépôt et l'évolution des valeurs qui en découle peuvent s'en écarter et dépendent de la date et du montant de l'investissement. Cela vaut en particulier durant la première année d'investissement, dû à la pénétration échelonnée sur le marché. Seule l'évolution effective des valeurs d'après l'extrait de compte / de dépôt de la banque dépositaire ou de la fondation est véritablement valide.
L'évolution des valeurs indiquée s'entend nette, après déduction des frais courants, sans tenir compte des frais d'acquisition. Toutes les informations concernant l'évolution des valeurs sont de nature indicative, se réfèrent aux valeurs historiques et ne permettent pas d'établir une estimation garantie pour l'avenir. Editeur : Zugerberg Finanz AG, Lüssiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch. Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 30/09/2026 ; données économiques au 30/09/2026 ; pronostics économiques au 30/09/2026. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.