



Hünenberg, canton de Zoug

Une confiance renforcée avant les fêtes de fin d'année

Le début du dernier trimestre annuel, historiquement le meilleur de toute l'année, a été réussi de justesse. Les marchés boursiers y ont particulièrement contribué. Sur les marchés boursiers, la saison des résultats du troisième trimestre, traditionnellement associée à des perspectives pour l'année à venir, est en grande partie terminée. Les premières annonces ont été réjouissantes, surtout dans le secteur de la technologie, où l'on craignait que les valorisations ne soient déjà excessives. En revanche, la demande de consommation a diminué au troisième trimestre, ce qui a tempéré la confiance dans l'ensemble du secteur.

La commercialisation d'Anthropic, OpenAI et Gemini, trois entreprises clés dans l'univers de l'intelligence artificielle (IA), est en train de progresser. Leurs principaux actionnaires, comme Amazon, Microsoft et Alphabet, investissent actuellement des centaines de milliards dans des centres de données, avec un impact correspondant pour le secteur de la construction, les sources d'énergie durables et les réseaux électriques modernes. Cela entraîne un remplissage des carnets de commandes

dans tous les secteurs et une confiance renouvelée dans l'avenir, où les actions des «Magnificent 7» (Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta, Microsoft, Tesla) ne sont plus les seules à dominer. Depuis le début de l'année, ces actions ont encore enregistré une hausse considérable en dollars (+25 %) et, en francs suisses, elles ont tout de même progressé de +11 % depuis le début de l'année.

Ces derniers temps, la reprise s'est généralisée. En outre, les entreprises liées à la chaîne de création de valeur de l'IA ont pu en bénéficier parfois de manière importante. Il peut également s'agir d'entreprises qui s'occupent, par exemple, de réseaux électriques (notamment Enel, Iberdrola), de l'approvisionnement en électricité des centres de données (notamment RWE, E.ON, Engie, Brookfield Renewable) et d'efficacité énergétique (notamment Belimo). C'est pourquoi nos solutions Decarb-Revo ont également connu une évolution très favorable depuis le début de l'année.

Maigres récoltes en octobre

En octobre, les portefeuilles ont légèrement progressé, ce qui a permis de compenser largement la baisse des rendements enregistrée le mois précédent. En particulier, les stratégies axées sur les actions ont réalisé un bon en avant perceptible. Le Swiss Market Index (SMI) a progressé en octobre (+1.0 %), ce qui s'est également reflété dans les stratégies (Revo4, Revo5). Dans les portefeuilles à risques plus faibles, l'effet du rendement mensuel positif s'est reflété pratiquement proportionnellement à nos engagements en actions. Une tendance similaire a également pu être observée dans les solutions de libre passage.

Nos stratégies de décarbonisation ont encore une fois enregistré un

excellent mois. Avec la tendance des sources d'énergie et d'infrastructures supplémentaires et durables dans le contexte de l'essor des centres de données, les stratégies de décarbonisation ont poursuivi leur bonne échappée. Les rendements annuels s'élèvent désormais à +13.1 % (DecarbRevo3, max. 60 % d'actions, en francs) et +17.2 % (DecarbRevo5, max. 100 % d'actions). Parmi les meilleures actions de ces portefeuilles figurent des titres nord-américains et européens tels que Bloom Energy, Acciona, Brookfield Renewable, RWE, Engie, E.ON, Enel, Iberdrola et American Electric Power, ainsi que les sociétés suisses Accelleron Industries et Belimo.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Octobre 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+0.2%	+1.2%
Zugerberg Finanz R2	+0.5%	+1.9%
Zugerberg Finanz R3	+0.5%	+2.5%
Zugerberg Finanz R4	+0.8%	+2.7%
Zugerberg Finanz R5	+0.7%	+2.6%
Zugerberg Finanz RDividendes	+0.2%	+8.8%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.4%	+1.7%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.7%	+2.4%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.7%	+3.1%
Zugerberg Finanz Revo4	+1.0%	+3.4%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.0%	+3.8%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+0.1%	+8.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+5.2%	+13.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+6.1%	+15.3%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+6.8%	+17.2%

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Octobre 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.2%	+0.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.3%	+1.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.5%	+2.2%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.7%	+3.6%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.6%	+3.5%
Zugerberg Finanz Libre passage R5	+0.7%	+2.6%
Zugerberg Finanz Libre passage RDividendes	+0.2%	+8.8%

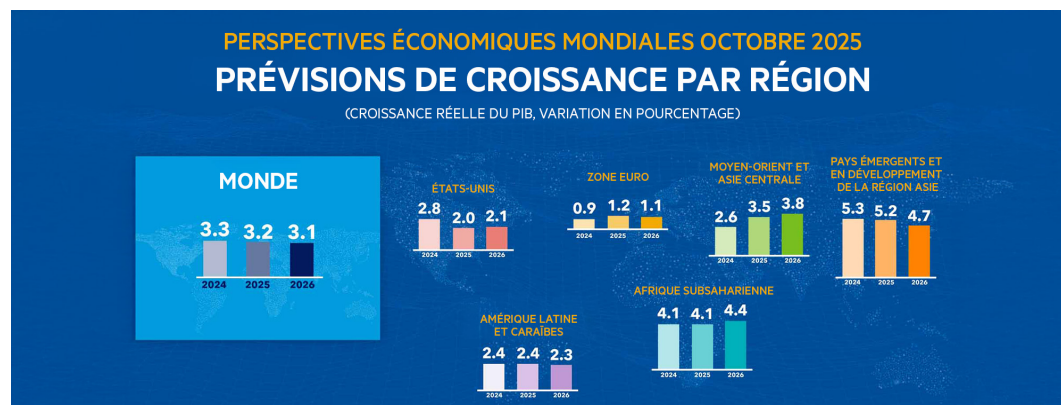
Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Octobre 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.4%	+1.7%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.7%	+2.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.7%	+3.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+1.0%	+3.4%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.0%	+3.8%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+0.1%	+8.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+5.2%	+13.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+6.1%	+15.3%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+6.8%	+17.2%

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

Macroéconomie

Une croissance économique réelle prévue pour 2026.



Les prévisions de croissance du PIB réel (FMI) en un coup d'œil (source : Fonds monétaire international, octobre 2025)

Les économistes du FMI 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.

Lors de la réunion d'automne du FMI et de la Banque mondiale à Washington, l'attention des investisseurs et des banquiers centraux était focalisée sur le thème de l'incertitude. Il existe différentes raisons à cela, inhérentes en particulier au débat sur la question de savoir si l'économie américaine va s'accélérer à nouveau grâce au cycle d'investissement lié à l'intelligence artificielle, ou au contraire connaître un ralentissement structurel en raison du solde migratoire négatif. La baisse du dollar américain semble à tout le moins s'être arrêtée depuis l'investiture de Donald Trump (à environ -12 % par rapport au franc suisse). Cependant, les tensions commerciales constantes entre les grandes puissances que sont les États-Unis et la Chine, ainsi que l'incertitude politique aux États-Unis et dans d'autres pays, constituent des facteurs importants qui ne laissent pas de place à un optimisme débordant sur les marchés financiers.

Le temps présent est caractérisé par le réalisme. Le shutdown de l'administration américaine qui se prolonge de manière inhabituelle et le blocage des données qui en a résulté (de nombreuses statistiques n'ont pas été publiées) n'ont pas non plus aidé. Les discussions vont bon train concernant une possible vague de déréglementation dans le secteur financier américain (alors que le Conseil fédéral suisse souhaite prendre la direction opposée) et de son impact sur l'économie et la stabilité

financière.

Les perspectives des placements à haut risque demeurent un sujet récurrent parmi les investisseurs, qui se demandent si les rendements élevés réalisés depuis le début de l'année (en monnaie locale) peuvent perdurer dans ce climat d'incertitude et quels pourraient être les causes d'une détérioration. Le dépassement des craintes, notamment de celles liées aux récentes faillites d'entreprises (First Brands, Tricolor aux États-Unis) et à leur incidence sur l'ensemble du marché du crédit, n'est pas un sujet inhabituel. Si, il y a un an, la principale incertitude était l'issue des élections américaines, aujourd'hui, il s'agit plutôt de décrypter l'orientation politique (économique et commerciale) des grandes puissances économiques. Dans ce cadre, il apparaît que Donald Trump s'intéresse principalement aux accords et aux succès à court terme (par exemple, la vente de soja), alors que la réflexion de Xi Jinping est plutôt stratégique et axée sur le long terme (par exemple, la position sur le marché des terres rares).

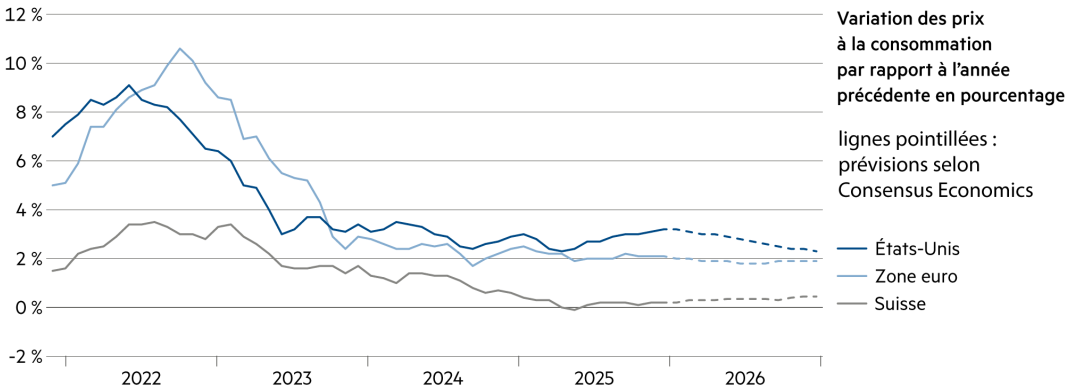
Malgré une attitude plutôt prudente parmi les investisseurs institutionnels, il existe également des raisons de faire preuve d'optimisme. Les perspectives mondiales semblent intactes, avec même des possibilités marquées de plans de croissance dans les pays émergents. Leur croissance a également un effet positif sur la situation macroéconomique globale dans les pays industrialisés.

Les taux de croissance mondiaux sont nettement supérieurs à ceux qui avaient été prévus il y a six mois. Dans de nombreux pays industriels et 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. Par exemple, l'Inde bénéficie non seulement d'un capital humain jeune, mais aussi de la tendance du multi-shoring.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	La Suisse n'entreprend quasiment pas de réformes visant à accroître sa compétitivité. La place financière perd des parts de marché et voit son importance diminuer.
Zone euro, Europe	↗	↗	Dans la zone euro, l'inflation s'affaiblit (octobre : 2.1 %). Malheureusement, c'est également le fruit de la faiblesse conjoncturelle. L'Allemagne reste irréformable.
Etats-Unis	→↗	→↗	L'importante dépréciation du dollar entraîne sur le plan mondial une fuite vers des placements moins sûrs et augmente structurellement le risque de bulles financières et de crises économiques.
Reste du monde	↗	↗	Le rôle prépondérant de la Chine dans le domaine des installations solaires et éoliennes est impressionnant : les pays émergents et en développement en achètent de plus en plus.

Liquidités, devises

Des perspectives diversifiées sur le plan de l'inflation



Faible inflation en Suisse – jusqu'à aujourd'hui (source : Office fédéral de la statistique, Consensus Economics | graphique : Zugerberg Finanz)

Après la hausse drastique de l'inflation post-pandémique en 2022, les prix ont connu une augmentation moins importante au cours des années suivantes. En Suisse, le taux d'inflation est légèrement supérieur à 0 %, raison pour laquelle la Banque nationale suisse (BNS) a maintenu son taux directeur inchangé à 0 % en septembre. Dans la zone euro, le taux d'inflation se rapproche de l'objectif de 2 %, alors qu'aux États-Unis, il devrait rester élevé encore quelque temps.

Même si l'inflation pourrait augmenter légèrement en Suisse ces prochains trimestres, elle devrait toutefois rester inférieure à 1 % au cours des deux prochaines années. Ce faisant, la stabilité des prix est assurée sur le moyen terme. Néanmoins, cette situation s'accompagne également d'une prévision selon laquelle le franc suisse restera fort. La dégradation des perspectives économiques aux États-Unis, les faiblesses sur le marché du travail et, de plus en plus, de la demande de consommation, devraient inciter la Réserve fédérale américaine (Fed) à baisser ses taux directeurs d'au moins 25 points de base à trois reprises au cours des quatre prochains trimestres. Cela aurait pour effet d'abaisser le taux directeur américain à environ 3.0 %, ce qui correspondrait approximativement au taux d'inflation structurellement plus élevé et à la tendance à la dépréciation du dollar d'environ 3 % par an par rapport au franc suisse.

Au sein de l'Eurosystème, dont font partie la Banque centrale européenne (BCE) et 20 banques centrales nationales, l'objectif consiste à maintenir l'inflation à 2 % à moyen terme. En matière d'inflation, le traumatisme a été la « grande inflation » de 1965 à 1982, qui a entraîné une dépréciation constante de la monnaie. Par exemple en Italie, où les chiffres de la lire avaient atteint des pics astronomiques, il n'y avait pratiquement plus de billets de 500'000 liras ayant une valeur

réelle, mais le fait de devoir calculer des sommes importantes posait des difficultés à de nombreuses personnes.

En 1999, l'Italie a rejoint le mécanisme de change de l'euro et, en 2002, la lire a été définitivement remplacée par l'euro, permettant ainsi à l'Italie, comme à de nombreux autres pays, d'avoir pour la première fois de son histoire confiance dans une monnaie et de maintenir son pouvoir d'achat. Aujourd'hui, 83 % des Européens sont favorables à l'euro, tant comme moyen de paiement que comme symbole concret d'objectifs et de visions communs. Dernièrement, l'euro s'est particulièrement renforcé par rapport au dollar américain. Les émetteurs étrangers émettent de plus en plus d'obligations en euros.

La confiance dans une monnaie ne va pas de soi partout. Ainsi, en Turquie, l'inflation a dépassé les 80 % en 2022 en raison de l'insistance du président Erdoğan à maintenir des taux d'intérêt bas, ce qui a érodé la valeur de la livre turque, miné la confiance d'une population appauvrie et engendré une situation d'instabilité. Plus tard, la banque centrale turque avait changé de voie et fortement relevé les taux en 2023 et 2024. Bien que cette démarche avait contribué à réduire l'inflation, celle-ci était toutefois restée élevée, à plus de 30 %.

A elle seule, une monnaie stable n'est pas suffisante. Pour être innovante et rester compétitive sur le long terme, toute économie nationale doit renouveler son stock de capital. Une action résolue est nécessaire, à savoir la création de conditions-cadres qui facilitent l'activité d'investissement des entreprises, plus précisément en supprimant les obstacles bureaucratiques, en réexaminant les réglementations et en accélérant les procédures d'autorisation. Cela inclut également une politique consacrée au marché du travail et à l'éducation, et l'on a également besoin de capital-risque pour stimuler la croissance.

Classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Nous nous attendons à ce que le taux directeur de la BNS reste à 0 % après l'examen de la situation économique et monétaire de décembre – il n'y aura donc pas d'intérêts bancaires.
Euro / Franc suisse	→	→↘	Bien que la stabilité financière dans la zone euro soit sans aucun doute plus importante que dans la zone dollar, il faut toutefois entreprendre davantage pour retrouver une croissance modérée.
Dollar américain / Franc suisse	→↗	↘	La faiblesse du dollar se reflète également dans son rôle de réserve monétaire mondiale : depuis 2014, sa part est passée de 62 % à 56 % (l'euro est resté stable à 20 %).
Euro / Dollar américain	→↗	↗	L'euro pourrait connaître une nette amélioration de sa position si le marché des capitaux fragmenté et les faiblesses structurelles du secteur financier étaient surmontés.

Obligations

Des différences abyssales entre les rendements obligataires

Rendement des obligations d'État
en comparaison internationale

	 Suisse	 Allemagne	 France	 Grèce	 Royaume-Uni	 États-Unis	 Chine	 Inde
Obligations d'État à 2 ans	-0.1 %	2.0 %	2.2 %	1.9 %	3.8 %	3.6 %	1.4 %	5.8 %
Obligations d'État à 10 ans	0.1 %	2.6 %	3.4 %	3.3 %	4.4 %	4.1 %	1.8 %	6.5 %

Rendements des emprunts d'État dans la devise locale concernée (source : Bloomberg | graphique : Zugerberg Finanz)

En Suisse, les rendements obligataires à court terme ont déjà nettement baissé (-0.2 %), alors que les rendements à long terme sont restés légèrement positifs (+0.1 %). La Chine affiche également un bas niveau de taux d'intérêt et doit lutter contre les difficultés qui affectent son économie intérieure et une déflation marquée (salaires, prix et emploi en baisse). En revanche, la Fed estime devoir poursuivre sa politique monétaire restrictive malgré les signaux défavorables lancés par le marché du travail.

En octobre, le marché des obligations d'État a été marqué par une volatilité accrue, mais également par un certain optimisme. Sur le plan diplomatique, le cessez-le-feu conclu entre Israël et le Hamas semble avoir donné au président Trump quelque latitude pour rechercher des solutions à la guerre qui oppose l'Ukraine et la Russie. La possibilité d'une utilisation de missiles à longue portée, que les États-Unis pourraient mettre à disposition de l'Ukraine, est à nouveau au centre des discussions et pourrait renforcer les pressions exercées sur Poutine pour se diriger vers un accord.

Pendant ce temps, le Premier ministre français Sébastien Lecornu a survécu à deux motions de censure et a conclu un accord avec le Parti socialiste en promettant de suspendre la réforme des retraites de 2023, ce qui représente un prix élevé à payer pour la survie du gouvernement. Le point de départ du débat sur le budget est un objectif de déficit de 4.7 % (en pourcentage du PIB) pour 2026, après un déficit prévu de 5.4 % en 2025. La France est toujours soumise à une procédure pour déficit excessif et devrait viser une convergence vers les 3 % au fil du temps.

S&P a abaissé la note de la France de AA- à A+, avec une perspective stable, en se fondant sur des arguments qui ressemblent beaucoup à

ceux invoqués récemment par l'agence Fitch lorsqu'elle avait abaissé la note de crédit du pays. L'instabilité politique a remis en question la dynamique de la dette et la capacité de tout gouvernement à maintenir le déficit sur la trajectoire de baisse nécessaire. C'est la suspension de la réforme des retraites en 2023 qui a conduit S&P à abaisser la note de la France.

En Allemagne, le législateur a reçu le soutien de la Commission européenne pour augmenter les dépenses d'infrastructure dans le pays. C'est pourquoi le rendement des obligations à long terme y est nettement inférieur à celui de la France. Il est en revanche surprenant que le rendement des obligations d'État grecques à 2 ans soit encore inférieur à celui de l'Allemagne, puisque la Grèce a gagné beaucoup de reconnaissance sur les marchés des capitaux grâce à ses réformes ciblées.

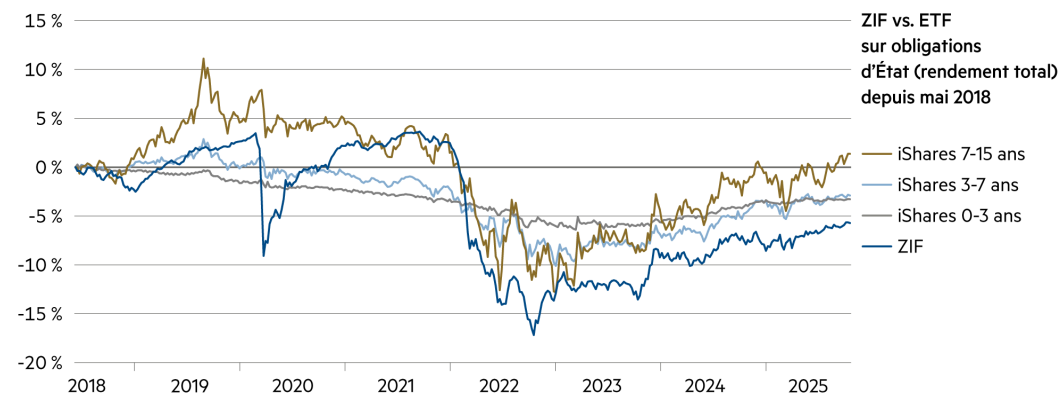
Aux États-Unis, les accords sur le budget ont été plus difficiles à atteindre, car la paralysie de l'administration se poursuit sans progrès dans la résolution des divergences entre les partis politiques. Manifestement, les marchés s'en satisfont, car ils partent du principe que les rendements obligataires devraient baisser du fait de la réduction des dépenses publiques. En effet, la Fed a confirmé les attentes minimales du marché en abaissant ses taux directeurs de 25 points de base.

Aux États-Unis également, les spreads de crédit ont été mis à l'épreuve par des événements réels en matière de crédit. Aux défaillances du prêteur automobile subprime Tricolor et du fabricant de pièces automobiles First Brands se sont ajoutés des cas de fraude dans le domaine des crédits hypothécaires commerciaux. Néanmoins, les bons résultats des plus grandes banques et entreprises américaines au troisième trimestre ont contribué à la stabilisation des marchés du crédit.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	➔	➔	Les espoirs d'une baisse des taux d'intérêt en dehors d'une récession sont nettement trop optimistes aux États-Unis. Toutefois, nous considérons qu'il existe une voie vers une politique monétaire neutre.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Les obligations d'entreprises (USD, GBP) devraient être celles qui profiteront le plus de la normalisation de la politique monétaire restrictive menée jusqu'à présent au cours des prochains trimestres.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Des obligations d'entreprises subordonnées et à haut rendement, sélectionnées de manière ciblée, garantissent des rendements supérieurs à la moyenne et enrichissent nos portefeuilles.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

De légères différences subsistent



ZIF vs. ETF sur obligations d'Etat (rendement total) depuis le lancement en mai 2018 (source : Bloomberg | graphique : Zugerberg Finanz)

Au sein de nos solutions obligataires, nous avons une variante conservatrice que nous appelons «Zugerberg Income Fund» (ZIF). Depuis son lancement, celle-ci a subi deux revers importants. La première fois lors de l'éclatement de la pandémie de Covid au printemps 2020, dont le ZIF avait toutefois réussi à se rétablir en une année. Toutefois, la phase de hausse des taux d'intérêt et le déclenchement de la guerre en Ukraine en 2022 ont été plus graves. La reprise se poursuit encore aujourd'hui, tout comme pour les obligations de la Confédération.

Après un peu plus de sept ans, les différences de rendement sont relativement faibles. Avec le ZIF, le rendement annuel s'élève à -0.8 %. Les ETF lancés par iShares sur les «Swiss Domestic Government Bonds» s'élèvent à -0.5 % (obligations de la Confédération de 0 à 3 ans) et à -0.4 % (obligations de la Confédération de 3 à 7 ans).

Ce n'est que dans le domaine des obligations à très long terme (obligations de la Confédération de 7 à 15 ans) que l'ETF affiche un rendement positif de +0.2 %. Comme le montre sans équivoque le graphique ci-dessus, cet ETF va également de pair avec des risques accrus en matière de taux d'intérêt et donc de fluctuations. De plus, l'avenir est désormais largement intégré. Le rendement annuel des obligations de la Confédération à 10 ans n'est plus que de +0.1 %. Non seulement ce montant est faible sur le plan nominal, mais il entraîne également une importante volatilité de l'investissement, ce qui ne le rend pas recommandable du point de vue du risque ajusté.

La durée résiduelle d'une obligation type dans le ZIF est nettement inférieure, à 5.9 ans («durée modifiée»). En revanche, le rendement à l'échéance est beaucoup plus élevé, à +1.3 %. Les taux d'intérêt des obligations de la Confédération à court terme sont à nouveau négatifs. C'est cette perspective qui nous rend confiants dans le fait que le ZIF permettra d'obtenir un rendement supérieur à celui des obligations de

la Confédération non seulement cette année, mais également dans les années à venir, et ainsi de rattraper complètement le léger retard accumulé.

Avec le Credit Opportunities Fund (COF), légèrement plus favorable au risque, nous souhaitons en revanche consolider l'avance que nous avons accumulée au fil des années, comme nous l'avons expliqué dans le rapport mensuel d'octobre. Quelques nouvelles obligations d'entreprises y ont été ajoutées, dont la solvabilité est en moyenne généralement inférieure à celle du ZIF, ce qui s'accompagne bien entendu d'une augmentation des rendements attendus.

Le COF n'est pas axé sur les risques de taux d'intérêt comme le ZIF et les obligations de la Confédération, mais sur les risques de crédit. Des primes de risque de crédit sont encaissées à cet effet. Et comme pour une assurance en bonne santé, les affaires du COF se portent bien lorsque les primes de risque sur une période donnée (par exemple une année civile) sont supérieures aux sinistres effectifs. Toutefois, il peut également arriver qu'un mois isolé s'accompagne de fluctuations décevantes.

Les nouvelles obligations comprennent notamment une obligation hybride (notée BB+) émise par Aroundtown, une société immobilière largement diversifiée, bien implantée dans les milieux économiques, qui dispose d'une liquidité de plusieurs milliards et souhaite saisir avec opportunité une part du gâteau en pleine croissance que représentent les centres de données en Allemagne. La place financière de Francfort constitue l'un des principaux sites mondiaux pour les centres de données. C'est là que sera investie la majeure partie du montant total prévu de plus de 24 milliards d'euros pour les centres de données allemands au cours des quatre prochaines années.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2025 (rendement sur toute l'année)	+2.2 %	+3.3 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-5.7 % (-0.8 %)	+38.8 % (+2.6 %)
Quantité de mois de performance positive :	58 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	90 PB (+0 PB)	401 PB (+19 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 dynamique vigoureuse pour les prix des appartements en propriété



Immeubles près du Lac de Zurich (source : stock.adobe.com)

La dynamique des prix des appartements en propriété s’est poursuivie au troisième trimestre 2025. Par comparaison avec l’année précédente, les prix ont nettement augmenté (+3.9 %), en particulier en Suisse centrale, où la hausse a été supérieure à la moyenne (+7.0 %). En revanche, l’évolution des prix des maisons individuelles a ralenti. En raison des faibles coûts de financement, les logements en propriété devraient toutefois continuer à offrir des avantages évidents par rapport aux logements locatifs. Néanmoins, le contexte macroéconomique devrait entraîner un taux de croissance plus modéré l’année prochaine.

Le contexte de taux bas permet de financer un crédit hypothécaire basé sur le SARON à moins de 1.0 %. Lors de l’achat d’un bien immobilier destiné à la location («immeuble de rendement»), les coûts de financement devraient être légèrement plus élevés, mais dernièrement, le contexte financier actuel demeure attractif, même considéré dans une perspective historique. De 2009 à 2025, le taux d’intérêt moyen des hypothèques existantes n’était que de 1.8 %. C’est moins de la moitié de la moyenne historique de 4.5 % pour la période entre 1850 et 2008.

Les taux hypothécaires actuels ont conféré un élan perceptible à la demande au cours des 12 derniers mois, et cela devrait se poursuivre l’année prochaine. On le constate par le seul fait que, conformément aux dernières données disponibles à la fin août 2025, le volume des hypothèques en cours a augmenté de 36 milliards de francs en un an (+3.0 % par rapport à l’année précédente, selon la Banque nationale suisse).

Étant donné que le prix des logements en propriété a augmenté plus fortement que les salaires, le seuil de solvabilité pour les crédits hypothécaires s’est également rehaussé. Cela réduit le cercle des acheteurs potentiels. À cela s’ajoute que la sécurité de l’emploi a diminué ces

derniers mois, notamment en raison des droits de douane américains sur les produits suisses.

Il est en outre important de définir la manière dont on souhaite gérer le volume des crédits hypothécaires. Pour les hypothèques du marché monétaire, le SARON, qui est déterminé par le taux directeur de la Banque nationale suisse (BNS), est la valeur de référence centrale. Durant les 40 dernières années (à savoir pendant une phase de baisse structurelle des taux d’intérêt), cette forme de financement a le plus souvent offert des avantages financiers par rapport aux hypothèques à taux fixe. En revanche, ces dernières offrent davantage de sécurité de planification et protègent contre la hausse des taux d’intérêt. La grande majorité des ménages suisses apprécient beaucoup cet aspect. En 2024, 75 % de toutes les hypothèques en cours étaient à taux fixe.

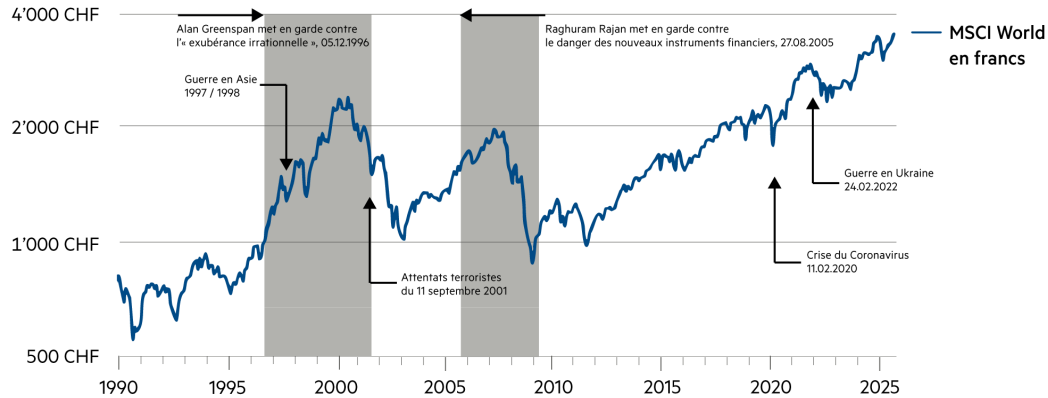
En ce qui concerne l’amortissement, il est avantageux de renoncer à celui-ci lorsque le rendement attendu des liquidités excédentaires (par exemple 3.0 % dans un mandat équilibré) dépasse le coût du crédit hypothécaire (par exemple 1.0 %). Après le changement de système, les propriétaires privés n’ont plus la possibilité d’utiliser les hypothèques à des fins d’optimisation fiscale. Cela incite en principe à l’amortissement afin de réduire la charge d’intérêts.

Toutefois, un logement en propriété peu grevé immobilise beaucoup de fonds propres à long terme et comporte ainsi un risque de concentration majeur pour l’évolution du patrimoine. En revanche, un taux d’emprunt approprié, compris entre 30 % et 60 % de la valeur du gage, encourage la diversification et crée de la marge de manœuvre pour des placements plus rentables, par exemple une solution de placement axée sur les dividendes.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	Dernièrement, l'indice immobilier SWIIT a atteint un nouveau sommet annuel et affiche une nette progression après 10 mois (+8.7 % de rendement global depuis le début de l'année).
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	Il manque encore la flexibilité administrative et réglementaire nécessaire afin de permettre la perméabilité entre le logement et la vie professionnelle.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	L'indice suisse des fonds immobiliers (CHREF) a connu un nouvel élan en octobre grâce aux taux d'intérêt bas et à la hausse des prix des transactions MFH: +3.2 %.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Les actions européennes d'infrastructures telles que Engie (+42 % depuis le début de l'année), Vinci (+19 %) et Veolia (+9 %) affichent de bonnes performances, tout comme BKW (+23 %) et Flughafen Zürich (12 %).

Actions

L'histoire des avertissements boursiers



L'«indice mondial des actions» MSCI World au cours des événements historiques et des crises (source : Bloomberg | graphique : Zugerberg Finanz)

Dernièrement, les investisseurs fortement engagés sur les marchés américains ont notamment exprimé des craintes concernant l'éventuelle formation d'une bulle et la nécessité de réaliser des bénéfices. Chez nous, cette inquiétude est peu fondée. Même dans les portefeuilles les plus enclins au risque, les actions américaines ne sont pas pondérées à plus de 20 %. La plus grande partie du portefeuille est investie dans des entreprises suisses à fort cash-flow promettant des revenus de dividendes durables.

Les discours prédisant la survenance d'un krach imminent ont toujours existé et continuent d'exister. La différence aujourd'hui, c'est que grâce à Internet, les prophètes du crash peuvent se constituer une audience beaucoup plus rapidement qu'il y a quelques décennies. Chaque fois qu'il est question d'un nouveau record, les médias sont pleins de nouveaux avertissements, de revers et de crises. Il ne fait aucun doute qu'une chute des cours serait douloureuse, mais ceux qui épargnent pour leur retraite peuvent réfléchir sur le long terme.

Il faut également être conscient que chaque cours boursier n'anticipe pas seulement un avenir optimiste, mais recèle toujours également une certaine dose de pessimisme. D'ailleurs, l'indice boursier mondial n'a pas été affecté par la crise asiatique de 1997/98. Ceux qui ont écouté Alan Greenspan, président de l'époque de la Fed, et sa mise en garde contre l'«exubérance irrationnelle» proférée en décembre 1996, ont commis une grave erreur.

Bien entendu, les événements comme les attentats terroristes du 11 septembre 2001, la crise financière mondiale de 2008/2009 ou encore le début de la guerre en Ukraine le 24 février 2022 entraînent des baisses de cours temporaires. Il y a également eu des chocs pétroliers et

des craintes liées à la grippe aviaire et à une bulle de la nouvelle économie. «Je vous garantis qu'il y aura à un moment donné un krach énorme», estime l'économiste de Harvard Kenneth Rogoff, avant d'ajouter : «Même après le krach, les cours des actions pourraient être plus élevés qu'aujourd'hui».

Dans ses mémoires, Greenspan tire la leçon suivante : «On ne peut pas dire quand un marché est surévalué». La dure réalité est qu'il faut investir son argent quand on en a, sans attendre que les marchés semblent favorables. Et il faut veiller à ne pas acheter d'actions avec l'argent dont on aura besoin dans quelques années. Ou à tout le moins, de le faire seulement lorsqu'on peut vivre avec une certaine perte.

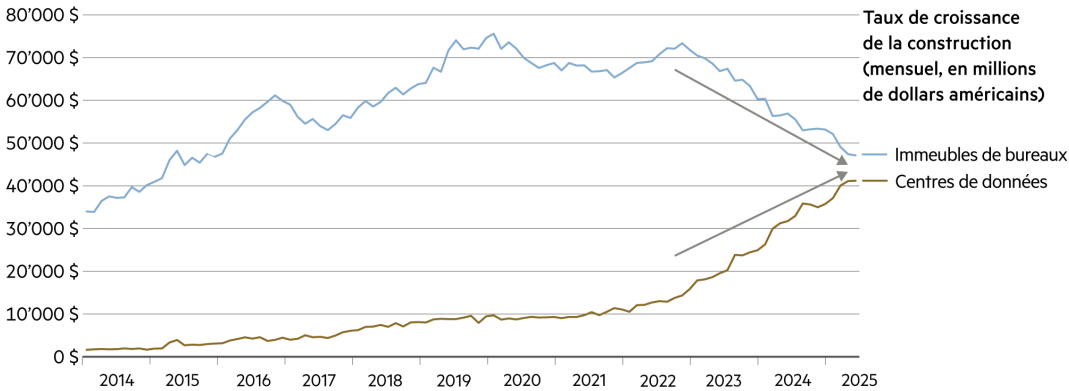
De plus, un autre facteur est important : la diversification. Nos portefeuilles sont mieux diversifiés que l'indice MSCI World, qui est dominé par quelques actions technologiques américaines. Il n'a jamais été aussi concentré dans l'histoire des marchés financiers. De plus, l'indice mondial des actions est composé à 71 % d'actions américaines. Les pays émergents comme l'Inde n'y figurent pas du tout, l'immobilier y est quasi absent et l'Europe très peu représentée.

Actuellement, les marchés se caractérisent par un modèle de base : lorsque les taux d'intérêt baissent, les cours des actions augmentent. Alors que les obligations de la Confédération à dix ans offrent à peine un rendement annuel de 0.1 %, il est clair qu'un nombre croissant de capitaux sont investis dans des actions dont le seul rendement en dividendes est compris entre 2.5 % et 4 % par an. Il ne faut s'inquiéter outre mesure que si l'on a investi trop peu d'argent à long terme provenant de sa «tirelire» dans des actions.

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, mais a connu un certain recul en cours de mois. Il restait encore +1.0 %.
Actions Zone euro / Europe	→ ↗	↗	La croissance des bénéfices du troisième trimestre concerne de nombreuses entreprises que nous détenons dans nos portefeuilles et qui ont un lien indirect avec l'IA.
Actions Etats-Unis	→ ↗	→ ↗	Jusqu'à présent, le rendement total de Holcim, Accelleron et Engie dépasse par exemple celui de Nvidia (+34 % en francs suisses) et d'Alphabet (32 %).
Actions Pays émergents	→ ↗	↗	En francs suisses, le MSCI Emerging Markets a encore une fois fortement progressé (+6 %) et affiche depuis le début de l'année une hausse impressionnante de +15 %, ce qui confirme les bonnes perspectives.

Placements alternatifs

La construction de centres de données connaît une forte croissance



Taux de croissance de la construction de centres de données privés en comparaison avec les immeubles de bureaux; en millions de dollars américains (source : US Census Bureau, Deutsche Bank (29/09/25) | graphique : Zugerberg Finanz)

Le boom de l'IA a également des conséquences pour les secteurs de la construction et de l'électricité. On observe une augmentation massive des commandes pour les centres de données, alors qu'aux États-Unis, les commandes de locaux de bureaux généraux sont en baisse pour la troisième année consécutive. Les investissements dans les centres de données ont triplé depuis 2022, avec les diverses évolutions de l'IA comme principaux moteurs de cet essor de croissance.

Il n'y a encore jamais eu d'ordres de grandeur comparables dans toute l'économie mondiale. À elle seule, la coentreprise «Stargate», soutenue par Softbank, représente un investissement initial de 100 milliards de dollars, et peut-être dernièrement même de 500 milliards à terme, rien que pour la nouvelle infrastructure d'IA d'OpenAI aux États-Unis. Même les derniers succès de DeepSeek et les rendements actuellement faibles des projets en matière d'IA n'ont rien changé au fait que la demande en centres de données dépasse largement l'offre.

C'est pourquoi le cabinet de conseil McKinsey estime que la capacité des centres de données pourrait encore tripler d'ici 2030. Dans ses analyses du marché, Nvidia table également sur des taux de croissance marqués. Les cinq plus importants investisseurs américains dans le Cloud (Amazon, Microsoft, Alphabet/Google, Oracle et Meta/Facebook) ont d'énormes projets d'expansion. À elle seule, Alphabet investit 85'000 millions de dollars cette année dans la fourniture accélérée de centres de données et se trouve toujours dans le mouvement ascensionnel d'un cycle d'investissement typiquement en forme de S.

Cela entraîne également une augmentation de la demande en électricité 24 heures sur 24 et une nette amélioration de la stabilité du réseau électrique. Aux États-Unis en particulier, mais aussi dans certaines

régions d'Europe, les réseaux électriques sont obsolètes. Alors qu'en- core récemment, les gains d'efficacité des semi-conducteurs permet- taient de contenir la croissance de la demande en électricité, les besoins augmentent actuellement de manière massive.

Une requête assistée par IA sur ChatGPT consomme encore actuelle- ment 10 fois plus d'énergie qu'une requête sur Google. Il est vrai que la dernière plateforme Blackwell de Nvidia est beaucoup plus efficace en termes énergétiques que sa précédente Hopper. Mais au bout du compte, les gains éventuels d'efficacité et la réduction des coûts entraînent paradoxalement une courbe de demande encore plus raide (phénomène que l'on connaît en économie sous le nom de paradoxe de Jevons).

Dans les années à venir, près de 50 % des besoins supplémentaires en électricité devraient pouvoir être attribués aux centres de données. De plus, la mise en service de véhicules électriques exerce une pression supplémentaire sur les capacités énergétiques. Les progrès rapides des applications physiques de l'IA (par exemple, les robots humanoïdes) pourraient accélérer encore les cycles d'investissement et augmenter davantage la demande en électricité.

C'est pourquoi nos solutions d'investissement DecarbRevo affichent un excellent rendement cette année. Ces portefeuilles prometteurs comprennent de nombreuses entreprises qui fournissent des solutions énergétiques avancées et propres (décarbonées). Récemment, Brook- field, le plus grand opérateur d'infrastructures au monde, a conclu un contrat d'approvisionnement énergétique à long terme d'une valeur de 5 milliards de dollars avec Bloom Energy.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	↘	→↗	La Banque mondiale prévoit que les prix des matières premières atteindront en 2026 leur niveau le plus bas depuis six ans, entre autres en raison de l'offre excédentaire de pétrole.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	L'or (+35 % en CHF depuis le début de l'année) est de plus en plus apprécié comme réserve de devises par les banques centrales. La BNS a elle aussi contribué à propulser l'or à des niveaux records.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	Nos portefeuilles comportent une part modérée de titres liés à l'assurance, en particulier dans les fondations de libre passage.
Private Equity	↗	↗	Au troisième trimestre, les transactions se sont accélérées, ce qui laisse présager de bons résultats annuels pour les gestionnaires du marché privé tels que Partners Group.

Données du marché

Classe d'actifs		Cours (en monnaie locale)			Performance mensuelle/YTD/annuelle (en CHF)		
Actions		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SMI	CHF	12'234.5	+1.0%	+5.5%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'982.0	+1.4%	+9.8%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	23'958.3	-0.5%	+18.5%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	8'121.1	+2.0%	+8.5%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	43'175.3	+0.2%	+24.4%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	9'717.3	+2.6%	+10.5%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'662.0	+1.5%	+14.1%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	47'562.9	+3.7%	-1.0%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'840.2	+3.5%	+3.0%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	23'725.0	+5.9%	+8.8%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	52'411.3	+13.2%	+19.0%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	83'938.7	+5.9%	-8.3%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'390.4	+3.1%	+4.9%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'401.6	+5.4%	+15.4%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligations (divers)		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.3	+0.4%	+0.1%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.3	+0.2%	+2.9%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	377.6	+0.7%	+4.8%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	288.2	+1.3%	+6.0%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Emprunts d'Etat		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	190.3	+1.1%	+1.9%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.3	+0.2%	+2.2%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	178.8	+0.7%	-0.8%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Obligations d'entreprise		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	193.3	+0.3%	+1.2%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	190.4	0.0%	+3.4%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	629.7	-0.2%	+3.6%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	170.4	+0.5%	+1.5%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	311.0	-0.1%	+2.7%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Placements alternatifs		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Or Spot CHF/kg	CHF	103'547.0	+4.8%	+35.2%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	107.3	+3.8%	-3.8%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'967.9	+3.2%	+9.3%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Devises		31.10.2025	10/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Dollar / franc suisse	CHF	0.8046	+1.0%	-11.3%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / franc suisse	CHF	0.9283	-0.7%	-1.3%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5224	-3.0%	-9.3%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0583	-1.2%	-6.8%	+6.0%	-4.2%	-9.3%

Toutes les données publiées ici sont transmises à titre d'information uniquement et n'ont pas valeur de conseil ou recommandation en matière de placement ou autre. La présente publication est fondée sur des sources accessibles au public, que nous considérons comme fiables et valables. Nous déclinons toute responsabilité quant à l'exactitude et / ou l'intégrité des informations communiquées. Cette publication s'adresse exclusivement aux clients / intéressés établis en Suisse, et les informations légales figurant dans les mentions légales sur le site www.zugerberg-finanz.ch s'appliquent. Evolution des valeurs d'après un portefeuille modèle. Du fait de la gestion active, la structure effective de chaque dépôt et l'évolution des valeurs qui en découle peuvent s'en écarter et dépendent de la date et du montant de l'investissement. Cela vaut en particulier durant la première année d'investissement, dû à la pénétration échelonnée sur le marché. Seule l'évolution effective des valeurs d'après l'extrait de compte / de dépôt de la banque dépositaire ou de la fondation est véritablement valide. L'évolution des valeurs indiquée s'entend nette, après déduction des frais courants, sans tenir compte des frais d'acquisition.

Toutes les informations concernant l'évolution des valeurs sont de nature indicative, se réfèrent aux valeurs historiques et ne permettent pas d'établir une estimation garantie pour l'avenir. Editeur : Zugerberg Finanz AG, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch. Photo : Andreas Busslinger. Cours de clôture au 31/10/2025 ; données économiques au 31/10/2025 ; pronostics économiques au 31/10/2025. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.