



Oberägeri, canton de Zoug, Suisse (Photo : Andreas Busslinger)

Des perspectives réjouissantes pour l'économie et les marchés financiers

Après une phase de taux d'inflation élevés, de nombreux défis sur le front commercial et une croissance faible, la dynamique économique européenne regagne de la vigueur. Les mesures de relance budgétaire renforcent la sécurité et améliorent les infrastructures. On entrevoit même un espoir de paix en Ukraine, ce qui donnerait un élan supplémentaire à cette dynamique. Il est réjouissant que les perspectives de croissance réelle s'accompagnent d'évaluations modérées sur les marchés financiers européens. Cela est d'autant plus surprenant que les dernières estimations des analystes se basent sur une croissance cumulée des bénéfices comprise entre 15 % et 25 % ces deux prochaines années en Europe.

L'indice obligataire mondial (+1.0 % en CHF) et l'indice suisse Swiss Bond Index (+0.9 %) ont légèrement progressé depuis le début de l'année. Après onze mois, nos solutions obligataires Zugerberg se

situent largement au-dessus de ces valeurs. Toutefois, les principaux moteurs de la performance ont été les placements en actions, en immobilier et en infrastructures. Les actions Nestlé (+10 %), PSP Swiss Property et Flughafen Zürich (+13 % chacune) sont emblématiques de ces trois classes d'actifs et de leurs rendements globaux après onze mois.

L'année prochaine également, les obligations devraient moins contribuer au rendement global. Ces placements se justifient par le fait qu'ils permettent de doter les portefeuilles moins tolérants au risque de valeurs nominales avec des risques de fluctuation moindres. Dans une économie mondiale en croissance réelle, il ne faut toutefois pas oublier que, sur le long terme, les rendements les plus attractifs sont ceux générés par les placements réels.

Une performance positive en novembre

Les portefeuilles ont à nouveau progressé en novembre. Les stratégies (Revo1, Revo2) ont enregistré une légère hausse d'environ +0.6 %, tandis que les stratégies axées sur les actions ont affiché une progression plus sensible (Revo5 +1.1 %). Les actions technologiques comme Amazon et Microsoft (-5 % chacune), SAP (-7 %) et Nvidia (-13 %) ont enregistré une baisse en novembre, comme le Bitcoin ETF (-17 %). En revanche, de nombreuses actions à dividendes élevés ont pris l'ascenseur, avec pour conséquence que les stratégies axées sur les dividendes ont connu la plus forte hausse de performance en novembre, et affichent désormais à nouveau des gains à deux chiffres depuis le début de l'année (RevoDividendes +10.7 %, RDividendes +11.7 %). Cela est d'autant plus remarquable que la performance de l'indice mondial des actions (+5.7 % en CHF) est nettement inférieure.

Les solutions de prévoyance Zugerberg 3a et les solutions de libre passage Zugerberg ont connu une évolution quasiment identique sur le plan de la performance. Dans le cadre de la stratégie axée sur les dividendes, Roche (+19 %) a connu un mois brillant. Mais nous accordons également beaucoup d'importance à la qualité, à des modèles commerciaux convaincants et à des flux de trésorerie disponibles en hausse dans d'autres secteurs. En novembre, des compagnies d'assurance comme Allianz (+7 %) et Helvetia (+6 %) ainsi que des entreprises liées au secteur de la construction telles que Geberit (+7 %) et Holcim (+6 %) ont su convaincre. Novartis (+5 %) a récemment retrouvé son plus haut niveau historique, tandis que des entreprises d'infrastructures telles qu'Engie (+8 %) et Vinci (+7 %) ont également contribué à cette forte performance.

Stratégies sur la base des titres individuels

	Performance des stratégies*	
	Novembre 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	+0.6%	+1.8%
Zugerberg Finanz R2	+0.6%	+2.5%
Zugerberg Finanz R3	+0.9%	+3.4%
Zugerberg Finanz R4	+0.8%	+3.6%
Zugerberg Finanz R5	+0.9%	+3.6%
Zugerberg Finanz RDividendes	+2.6%	+11.7%
Zugerberg Finanz Revo1	+0.6%	+2.3%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.5%	+2.8%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.7%	+3.8%
Zugerberg Finanz Revo4	+0.9%	+4.3%
Zugerberg Finanz Revo5	+1.1%	+5.0%
Zugerberg Finanz RevoDividendes	+2.4%	+10.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-0.5%	+12.5%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-0.3%	+15.0%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-0.1%	+17.1%

Zugerberg Finanz Libre passage

	Performance des stratégies*	
	Novembre 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Libre passage R0.5	+0.3%	+1.0%
Zugerberg Finanz Libre passage R1	+0.5%	+2.1%
Zugerberg Finanz Libre passage R2	+0.6%	+2.7%
Zugerberg Finanz Libre passage R3	+0.7%	+4.4%
Zugerberg Finanz Libre passage R4	+0.8%	+4.3%
Zugerberg Finanz Libre passage R5	+0.9%	+3.6%
Zugerberg Finanz Libre passage RDividendes	+2.6%	+11.7%

Zugerberg Finanz Prévoyance 3a

	Performance des stratégies*	
	Novembre 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+0.6%	+2.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.5%	+2.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.7%	+3.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.9%	+4.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+1.1%	+5.0%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividendes	+2.4%	+10.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-0.5%	+12.5%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-0.3%	+15.0%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-0.1%	+17.1%

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

Macroéconomie

Une économie mondiale résiliente



(Source de l'image : stock.adobe.com)

L'économie mondiale démarre l'année 2026 avec une résilience surprenante. Dans de nombreux endroits, les prévisions de croissance ont été revues à la hausse : désormais, le Fonds monétaire international table sur une croissance mondiale de 3.2 % pour 2025, soutenue par une reprise de l'activité économique malgré les conflits commerciaux persistants. Les perspectives sont différentes en fonction des régions. L'Europe a repris de la vigueur et pourrait, sans scénario de paix en Ukraine, progresser de +1.6 % ces deux prochaines années. Aux États-Unis, la croissance converge avec celle de l'Europe.

Malgré des conflits commerciaux persistants, on assiste à une reprise de l'activité économique et commerciale mondiale. L'Europe, avec un produit intérieur brut (PIB) d'environ 26'000 milliards de dollars regagne en dynamisme, alors que le PIB américain, qui s'élève à 29'000 milliards de dollars, navigue entre des courants politiques contraires. Entretemps, l'Europe bénéficie d'un cadre juridique stable, avec une réorientation complète de la politique financière et fiscale en Allemagne. Ces éléments vont accélérer la croissance, soutenue par une hausse des dépenses dans les infrastructures et la défense. Les vents qui ont contré la croissance européenne sous l'effet des incertitudes accrues entourant la politique commerciale, qui ont atteint leur force maximale en avril 2025, devraient continuer à faiblir. Maintenant que la situation sur le plan des futurs accords commerciaux s'est éclaircie, les entreprises qui ont reporté leurs investissements au printemps devraient recommencer à investir davantage.

On a souvent tendance à sous-estimer le fait que l'Europe compte plus de titulaires de diplômes universitaires que les États-Unis ou la Chine. Ce n'est pas un hasard si près de 6000 personnes travaillent pour Google rien qu'à Zurich. Pour les entreprises mondiales, la quantité de main-d'œuvre disposant de qualifications élevées et d'une sérieuse

éthique professionnelle que l'on trouve en Europe est un élément attrayant. C'est également pour cette raison que l'Europe est en train de devenir un site attractif pour le capital-risque.

En revanche, les États-Unis font face à un environnement macroéconomique complexe, caractérisé par de nouveaux jalons politiques, à l'image des droits de douane et d'une politique fiscale accommodante dénuée de tout fondement économique. Ces conditions devraient intensifier la pression inflationniste intérieure, que la Réserve fédérale américaine (Fed) ne va pas nécessairement décider de contrer puisqu'elle se concentre actuellement davantage sur les risques liés au marché du travail (taux de chômage de 4.4 %).

Sur le continent asiatique, la croissance chinoise devrait poursuivre son ralentissement, avec un PIB d'environ 19'000 milliards de dollars, et un gouvernement qui mise davantage sur des mesures conjoncturelles ciblées et des investissements dans la fabrication de pointe que sur la consommation. La Chine occupe la première place au niveau mondial dans le domaine de l'automatisation des usines et, avec la baisse des prix départ usine, elle maintient une pression déflationniste, qui a des répercussions à l'étranger du fait des activités exportatrices soutenues du pays.

Les prix des matières premières ont également un effet déflationniste. Depuis le début de l'année, les cours du pétrole brut ont perdu 13 % en dollars. À cela vient s'ajouter la dépréciation du dollar, qui représente environ 8 % par rapport à toutes les devises mondiales. Les prix des matières premières en monnaie locale ont par conséquent baissé de 20 % dans de nombreux endroits, ce qui améliore considérablement la balance commerciale, en particulier dans les pays qui importent des matières premières. Ce mouvement renforce à son tour les perspectives économiques, en particulier pour les pays émergents, pour les trimestres et les années à venir.

Région	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Suisse	↗	↗	Les incertitudes sur le plan de l'économie extérieure persistent, même si l'économie suisse devrait profiter de l'amélioration de la conjoncture en Europe.
Zone euro, Europe	↗	↗	Dans la zone euro, l'inflation reste à un niveau cible bas. Les espoirs sont nourris en particulier par les mesures de relance fiscale prises par l'Allemagne.
Etats-Unis	↗	↗	L'« effet de richesse », qui stimule principalement la consommation américaine par les ménages fortunés, peut également se transformer en un fort vent contraire en période de difficultés sur les bourses.
Reste du monde	↗	↗	Des données industrielles décevantes et des préoccupations relatives au marché immobilier, caractérisé par un taux de vacance qui bat tous les records, pénalisent l'économie chinoise.

Liquidités, devises

Une nouvelle stabilité pour l'euro



Taux de change du franc suisse depuis le 1er janvier 2025 (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz)

Depuis le début de l'année, les fluctuations de l'euro par rapport au franc suisse restent dans une fourchette étroite. Cette nouvelle stabilité arrive à point nommé, puisqu'elle permet de compenser l'instabilité et la volatilité croissante du dollar. Cette dernière est la conséquence des nombreuses incertitudes monétaires et fiscales, alors que la zone euro affiche à la fois de la sécurité juridique et de la stabilité en termes de valeur.

Depuis le début de l'année, le franc suisse s'est apprécié nettement plus par rapport au dollar (+12.6 %) qu'à l'euro (+0.8 %). Ni, la Suisse, ni la zone euro ne connaissent de pressions inflationnistes. Les facteurs qui ont fait progresser la désinflation – baisse des prix des matières premières et diminution de la pression sur les chaînes d'approvisionnement – ont eu un effet baissier. Au vu de l'accélération attendue de la croissance économique, il est possible que les hausses salariales modérées et une augmentation des prix des matières premières fassent repartir l'inflation à la hausse en 2026.

En outre, la masse monétaire continue de croître, ce qui pourrait renforcer les pressions inflationnistes au cours des deux prochaines années. Mais il devrait plutôt y avoir une latitude supplémentaire pour la désinflation en Europe ces prochaines années. Le changement de trajectoire des exportations chinoises bon marché depuis les États-Unis vers les marchés européens génère une nouvelle impulsion désinflationniste, qui devrait permettre à la Banque centrale européenne (BCE) et à la Banque d'Angleterre (BOE) de procéder à de nouvelles baisses de taux d'intérêt d'ici la fin 2026, soit davantage que le consensus actuel du marché.

En guise de complément intéressant à cette partie consacrée à l'Europe, il sied également de relever que la note de l'Italie a été relevée par l'agence de notation Moody's pour la première fois depuis 23 ans. Le

budget de l'État italien génère en permanence un excédent dit « primaire » (avant intérêts de la dette).

La politique du président Donald Trump domine les perspectives macroéconomiques des États-Unis. Naturellement, il est possible de discuter des conséquences qualitatives de chaque point de ce programme. Mais nous connaissons la direction prise. L'augmentation des droits de douane, la politique fiscale accommodante (réductions d'impôts, en particulier pour les riches qui consomment beaucoup) et le durcissement de la politique d'immigration devraient renforcer les pressions inflationnistes au sein de l'économie. Dans le même temps, la baisse de l'immigration sur cette terre historique d'immigrants engendre une baisse du potentiel de production.

Dans le meilleur des cas, on peut espérer que la Fed, qui subit l'influence croissante de la politique, ait raison dans ses prévisions d'une hausse ponctuelle du niveau des prix due aux droits de douane (ou d'une inflation « temporaire »). Mais les expériences réalisées dans les années 2021/22 montrent à quel point la Fed peut se tromper dans ses estimations. Elle a radicalement sous-estimé l'évolution du taux d'inflation. Pour notre part, nous pensons plutôt qu'au cours des prochaines années, l'inflation aux États-Unis devrait rester durablement supérieure à l'objectif fixé.

Si, dans l'exercice de sa fonction de réaction à ses deux objectifs (stabilité des prix et plein emploi), la Fed devait accorder à l'avenir davantage de poids au marché du travail et moins aux données sur l'inflation, cela pourrait entraîner des baisses des taux d'intérêt directeurs plus importantes que celles actuellement attendues par le marché. Dans un contexte de conditions financières déjà accommodantes par rapport aux normes historiques, cela devrait certainement affaiblir la stabilité du dollar.

Classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Compte bancaire	↘	↘	Dans les grandes banques, les taux d'intérêt sur les montants importants sont à nouveau négatifs. Même pour les clients privés, un taux supérieur à 0.0 % devrait devenir une exception.
Euro / Franc suisse	→	→↗	Nous tablons sur un taux de change stable par rapport à l'euro au cours des 12 prochains mois. Les coûts de couverture devraient rester à 2.2 % par an.
Dollar américain / Franc suisse	→	↘	Goldman Sachs table sur une évolution du cours de 0.80 à 0.74 en 12 mois. Toutes les prévisions publiques tablent sur un affaiblissement.
Euro / Dollar américain	↗	↗	Pour les prochains trimestres, l'euro devrait plutôt prendre une orientation à la hausse par rapport au dollar, en passant de 1.16 actuellement à 1.20.

Obligations

Fortes variations de taux d'intérêts ces deux dernières années



Banque nationale suisse (Source de l'image : stock.adobe.com)

Ces deux dernières années, les banques centrales du monde entier ont abaissé leurs taux d'intérêt 316 fois au total, dépassant ainsi officiellement le nombre de baisses enregistrées entre 2008 et 2010, qui avaient eu lieu en réaction historique à la crise financière. Ces deux dernières années, les conditions financières ont connu un assouplissement sensible par rapport à l'un des niveaux les plus restrictifs jamais connus en matière de politique monétaire. Et les perspectives restent positives. De nombreux éléments pointent une accélération de la dynamique économique mondiale au cours des 9 à 18 prochains mois.

Si l'on considère la politique monétaire mondiale sous un autre angle, on constate que plus de 90 % des banques centrales des pays industrialisés et émergents ont soit baissé leurs taux d'intérêt, soit les ont laissés inchangés au cours des six derniers mois, soit à un niveau qui avait été observé pour la dernière fois durant la crise de 2020. La politique des banques centrales en matière de taux a changé à un rythme historique en raison de la chute des taux d'inflation.

De nombreux pays ont abandonné leur politique monétaire restrictive, ce qui fait sens et renforce toutes les parties prenantes de l'économie. Par conséquent, les conditions financières mondiales ont atteint leur niveau le plus faible depuis 2021. Quand dans le monde entier, les banques centrales adaptent leurs taux d'intérêt, tout le monde est concerné au bout du compte : les coûts du crédit hypothécaire, les taux d'intérêt des dépôts bancaires, les financements des entreprises et les crédits à la consommation réagissent à ces changements. Mais les rentes viagères réagissent également à la baisse des taux d'intérêt, par exemple lorsque l'on atteint l'âge de la retraite, ou à la baisse des loyers.

La même chose vaut pour les prix des actifs, des actions et des obligations, en passant par l'immobilier, les devises et les métaux précieux. En

période de taux d'intérêt élevés, les futurs flux de trésorerie (issus par exemple des revenus locatifs, des paiements de coupons ou des dividendes) sont additionnés à leur valeur actuelle à des taux d'actualisation élevés. Plus le taux d'actualisation est élevé, plus la valeur actuelle est basse. Les augmentations brusques des taux directeurs en 2022, quasi synchronisées dans le monde entier, avaient alors entraîné une baisse significative des valorisations.

Actuellement, c'est la tendance inverse qui se produit. Dans certains endroits, on considère qu'elle a pris fin, alors que dans d'autres, une hausse potentiellement massive des valorisations est encore à venir. Lorsque les taux d'actualisation sont abaissés en raison de la politique menée par la banque centrale concernée, la valeur actuelle des futurs flux de trésorerie augmente.

Toutefois, en ce qui concerne l'économie, les changements ou les réévaluations se produisent avec un certain décalage. Par exemple, étant donné que l'inflation reste relativement élevée dans les pays anglo-saxons (États-Unis, Royaume-Uni), les taux d'intérêt restent également relativement élevés. Par conséquent, le working capital est cher et le seuil de rentabilité des investissements est plus élevé. Si la politique monétaire de ces pays devait devenir nettement plus expansionniste et que les taux d'intérêt directeurs étaient abaissés, il faudrait s'attendre à des valorisations nettement plus élevées (par exemple pour les obligations à long terme et l'immobilier).









Au vu de l'ampleur des mesures prises par les banques centrales, cela reste un défi constant d'allouer les capitaux là où les futures mesures prévues, compte tenu des risques monétaires, sont susceptibles de générer les meilleurs rendements ajustés au risque.

Sous-classe d'actifs	3-6 mois	12-24 mois	Estimations
Obligations d'Etat	→	→	Aux États-Unis, la Fed devrait abaisser ses taux directeurs de 0.25 % supplémentaires lors de sa réunion du 10 décembre, pour les ramener dans une fourchette comprise entre 3.50 % et 3.75 %.
Obligations d'entreprises	↗	↗	Dans un contexte où les obligations d'entreprises affichent des valorisations élevées, nous privilégions une approche sélective et disciplinée.
Obligations hybrides et à haut rendement	↗	↗	Les obligations d'entreprises subordonnées et à haut rendement (notamment celles du secteur bancaire et des assurances) permettent d'obtenir des rendements stables et attractifs.

Zugerberg Finanz solutions d'obligations

Des rendements positifs en vue

Rendements des obligations d'État en comparaison internationale

								
	Suisse	Allemagne	Espagne	France	Italie	Grèce	UK	États-Unis
Obligations d'État à 5 ans	0.02 %	2.32 %	2.56 %	2.78 %	2.72 %	2.57 %	3.92 %	3.62 %

Rendements des emprunts d'État à 5 ans en monnaie locale (Source : Bloomberg | Graphique : Zugerberg Finanz)

Des rendements positifs solides se dessinent pour nos solutions obligataires pour l'année civile 2025. Conformément aux prévisions, le rendement du Zugerberg Income Fund (+2.1 %) est légèrement inférieur à celui du Credit Opportunities Fund (+3.4 %), qui affiche une position plus favorable au risque. L'indice Swiss Bond Index (AAA à BBB Total Return Index), qui représente les obligations sur le marché des capitaux en francs suisses, s'établit à +0.9 % après onze mois et n'affiche plus qu'un faible rendement à l'échéance de 0.7 %.

Avec le Credit Opportunities Fund (COF), un peu plus favorable au risque, nous évoluons délibérément depuis plus d'une décennie en partie dans le domaine « investment grade », et en partie dans le domaine « sub-investment grade ». Actuellement, le rapport est de 35 % à 65 %, ce qui caractérise le portefeuille crossover typique, dans lequel on ne doit pas choisir en amont l'un ou l'autre côté obligataire. En revanche, dans le Zugerberg Income Fund (ZIF), pratiquement toutes les obligations d'entreprises se situent dans le segment « investment grade ».

Nous nous trouvons actuellement dans une phase qui dure depuis deux ans, au cours de laquelle les obligations d'entreprises présentent pratiquement la même volatilité que les obligations d'État, mais génèrent typiquement un rendement plus élevé, voire parfois nettement plus élevé. Nous restons convaincus qu'il vaudra la peine, également dans les années à venir, de privilégier après ajustement des risques, les obligations d'entreprises plutôt que les obligations d'État.

Toutefois, des phases peuvent se produire où les obligations d'État, en particulier celles des pays à très fort endettement, offrent des rende-

ments supérieurs à ceux des obligations défensives et solides. Les obligations d'État françaises arrivant à échéance en 2032 offrent par exemple un rendement légèrement supérieur à celui des obligations du groupe français de luxe LVMH avec la même durée (3.0 %). Et en Italie, les obligations d'État arrivant à échéance en 2032 offrent un rendement comparable à celui du groupe d'assurance italien Generali.

En ce moment, nous apprécions particulièrement les entreprises européennes disposant d'une forte capacité financière et nous sommes déjà réticents à souscrire des obligations auprès d'entreprises industrielles cycliques. Il peut toutefois également arriver que l'entreprise que l'on garde à l'œil fasse appel à d'autres sources de financement. En effet, les entreprises ne couvrent pas toujours leurs besoins en capitaux sur le marché des capitaux.

Par exemple, le groupe énergétique bernois BKW a augmenté sa ligne de crédit syndiqué non garantie à 1.5 milliard de francs auprès d'un consortium de banques. La facilité de crédit court jusqu'en 2030 et dispose d'une option de prolongation d'un an. BKW s'assure ainsi une réserve de liquidités pour la mise en œuvre de sa stratégie « Solutions 2030 », qui accorde davantage d'importance à la rentabilité qu'à la croissance. BKW est en pleine phase d'investissement de quatre milliards de francs entre 2025 et 2030, qui devrait s'avérer rentable en raison de la demande croissante en électricité des centres de données. Les activités opérationnelles devraient générer plus de cinq milliards de francs de flux de trésorerie au cours de la même période. Les estimations de bénéfices et de dividendes tablent par conséquent sur une croissance considérable dans les années à venir.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendement 2025 (rendement sur toute l'année)	+2.1 %	+3.4 %
Rendement depuis le début (taux annualisé)	-5.8 % (-0.8 %)	+38.9 % (+2.5 %)
Quantité de mois de performance positive :	57 %	68 %
Prime de risque de crédit exprimée en points de base (par rapport au mois précédent)	93 PB (+3 PB)	412 PB (+11 PB)
Notation moyenne (actuelle)	A	BB

Vous trouverez de plus amples informations dans les [factsheets](#) sur le Zugerberg Income Fund et le Credit Opportunities Fund.

Immobilier, infrastructures

Les immeubles de rendement résidentiels ont le vent en poupe



Immeubles sur le quai de la Limmat (Source de l'image : stock.adobe.com)

L'achat étant financièrement plus intéressant que la location, la dynamique des prix des appartements en propriété (+4.5 % en 12 mois) reste forte. Les prix des maisons individuelles (+3.2 %) et du marché des résidences secondaires (+0.8 %) ont connu une évolution moins marquée. Sur le marché du luxe (-1.0 %) on a même constaté une évolution à la baisse. Les prix d'achat des immeubles de rendement résidentiels (+5.3 %) affichent également une hausse. Il s'agit d'un segment qui promet aux caisses de pension et aux compagnies d'assurance des rendements solides sur le long terme.

Dans la perspective des investisseurs, il est intéressant d'observer l'évolution des indices immobiliers suisses au cours de ces dernières années. L'indice des actions immobilières suisses REALX, calculé par la Bourse suisse, n'a progressé que de 1.5 % par an en moyenne depuis le 1er janvier 2020. Cette évolution ne s'est toutefois pas accompagnée d'une faible volatilité. Au contraire, l'indice a perdu près de 25 % au cours de la phase de forte inflation et donc de forte hausse des taux d'intérêt directs entre mars 2022 et septembre 2022. Près de trois ans ont été nécessaires afin de rattraper cette baisse (« drawdown »).

Désormais, les actions immobilières suisses typiques se négocient avec un ratio cours/bénéfice moyen de 30, ce qui signifie que le rendement des bénéfices pour 100 francs investis correspond à 3.3 % et le rendement de distribution à 2.4 %. Le rapport cours/valeur comptable est de 1.28, ce qui signifie que les actions d'une valeur comptable de 1'573 francs sont négociées avec une prime de 28 % par rapport à leur valeur comptable. Elles coûtent 2'006 francs. C'est une prime non négligeable, mais pas excessive, car la valeur comptable est généralement associée à une certaine part de « réserves latentes » et tend à être inférieure à la

valeur du marché. Au cours des 52 dernières semaines, le cours le plus bas de l'année s'est établi à 1'670 francs et le cours maximum à 2'006 francs. Cette sensibilité aux fluctuations réduit l'attrait d'un indice aux perspectives de rendement modérées.

À l'instar des actions immobilières, l'indice suisse des fonds immobiliers SWIIT a déjà largement anticipé l'avenir. Les agios estimés pour les fonds immobiliers s'élèvent à 37 %, soit nettement davantage que pour les actions immobilières. Tous deux sont moins attractifs que les investissements immobiliers directs. Néanmoins, on peut également observer sur ce segment de nouveaux engagements absurdes. Lors de l'acquisition d'immeubles d'habitation, les investisseurs institutionnels acceptent des rendements initiaux allant jusqu'à 1.8 %.

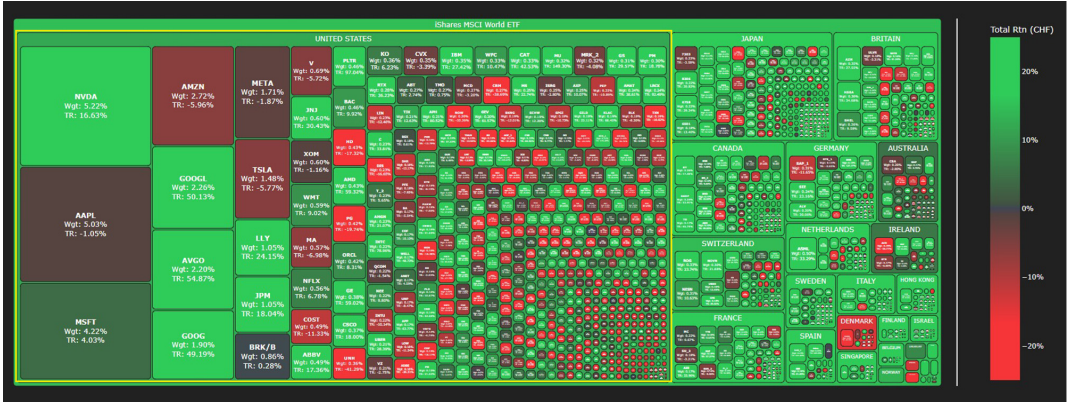
Néanmoins, le SWIIT, indice de référence typique pour les caisses de pension suisses, est considéré comme relativement attractif. Les caisses de pension investissent souvent quasiment à l'aveugle, car l'attrait relatif de ce type de placement de distinguer de l'alternative, qui consiste à investir dans des obligations fédérales sûres.

Cependant, les durées résiduelles courtes se situent toutes dans un environnement de taux d'intérêt négatifs. Seule l'obligation à sept ans, avec un rendement de +0.03 % (!), se situe à peine en zone positive. Ensuite, la courbe des taux reste toutefois plate. Même les obligations à 40 et 50 ans ne rapportent pas plus de 0.2 % par an. Les investisseurs qui poursuivent des rendements positifs en francs suisses avec une notation élevée (par exemple AAA) sont exposés à des risques de variation des taux d'intérêt exceptionnellement élevés, et donc à des risques de fluctuation des cours des obligations, et ne sont rémunérés que par un rendement positif minime pendant cette période.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Biens résidentiels CH	↗	↗	L'indice boursier REALX (+1.5 % par an depuis le 1er janvier 2020) est nettement inférieur à l'indice des fonds immobiliers SWIIT (+5.3 % par an). Le potentiel de hausse des cours est faible.
Surfaces de vente et de bureaux CH	→↗	↗	La qualité demeure un atout. Les loyers des surfaces commerciales stagnent, les taux de vacance augmentent et le changement structurel se poursuit. La sélection est essentielle.
Fonds immobiliers CH	→	→↗	L'indice suisse des fonds immobiliers (CHREF) évolue pratiquement à son plus haut niveau historique avec des agios élevés : il n'est pas recommandé de prendre de nouveaux engagements.
Actions et fonds d'infrastructures	↗	↗	Les actions d'infrastructures telles qu'Engie (+52 % depuis le début de l'année), Vinci (+29 %) et Veolia (+15 %) affichent des performances nettement meilleures que celles de BKW (+8 %) et Flughafen Zürich (+13 %).

Actions

Unilatéralisme historique au sein de l'indice mondial des actions



L'indice MSCI World au 30.11.2025 (Source : Bloomberg L.P. | Graphique : Zugerberg Finanz, en rouge : Cours de l'action inférieur à celui du début de l'année, en vert : supérieur à celui du début de l'année en CHF)

L'indice mondial MSCI World se compose de 1'300 actions environ. Pourtant, la diversification est modeste. 71 % des actions sont celles d'entreprises américaines. Le « Top 10 » représente environ 30 % du MSCI World et proviennent toutes du même secteur technologique. Un unilatéralisme d'une telle ampleur n'a jamais eu lieu dans l'histoire et incite à la prudence. Nous diversifions nos portefeuilles bien mieux que le MSCI World à travers différents secteurs et régions économiques.

En règle générale, nos portefeuilles d'actions présentent une plus grande diversification sectorielle, avec Nestlé représentant le secteur alimentaire et Novartis et Roche, par exemple, représentant le secteur de la santé. Holcim, Amrize et Sika représentent l'industrie des matériaux de construction, qui connaît une croissance solide, Siemens et Schneider Electric incarnent l'automatisation et l'électrification industrielles, etc. Certains secteurs sont actuellement extrêmement appréciés des investisseurs, tandis que d'autres (par exemple les gestionnaires d'investissements sur les marchés privés tels que Partners Group) suscitent un certain scepticisme sur le plan des attentes du marché pour les années à venir. Nous considérons ces évaluations comme beaucoup trop pessimistes.

Le consensus général parmi les analystes financiers peut parfois changer rapidement et entraîner une variation soudaine et importante des cours. Chez Alphabet, de nombreux analystes (contrairement à notre estimation) ont émis l'hypothèse d'un effondrement des requêtes Google en raison de l'IA. Or, c'est exactement le contraire qui s'est produit jusqu'à présent. Le cours de l'action a chuté de 189 dollars à 145 dollars (-23 %) au cours des premiers mois de l'année en cours, mais nous avons maintenu notre investissement. D'un trimestre à l'autre, les craintes ont été démenties. Au bout du compte, le cours a

atteint 320 dollars à la fin novembre, soit une hausse de 69 % par rapport au début de l'année.

D'une manière générale, les meilleures opportunités de rendement pour l'année en cours, hors effets de change, ne se trouvaient pas aux États-Unis (S&P 500 à +3 %), mais sur cette rive-ci de l'Atlantique. Comme le montrent les différences considérables de performance entre les pays européens constatées jusqu'ici, la sélection rigoureuse revêt un rôle fondamental. Alors que l'indice français CAC 40 n'a progressé que de 10 %, l'Allemagne a enregistré une hausse de 20 % (avec des actions telles que Siemens) et l'Espagne de 41 % (avec Iberdrola, par exemple). Il est toutefois intéressant qu'après la saison des rapports du troisième trimestre 2025, de nombreuses estimations de juste évaluation (« fair value ») aient été revues à la hausse.

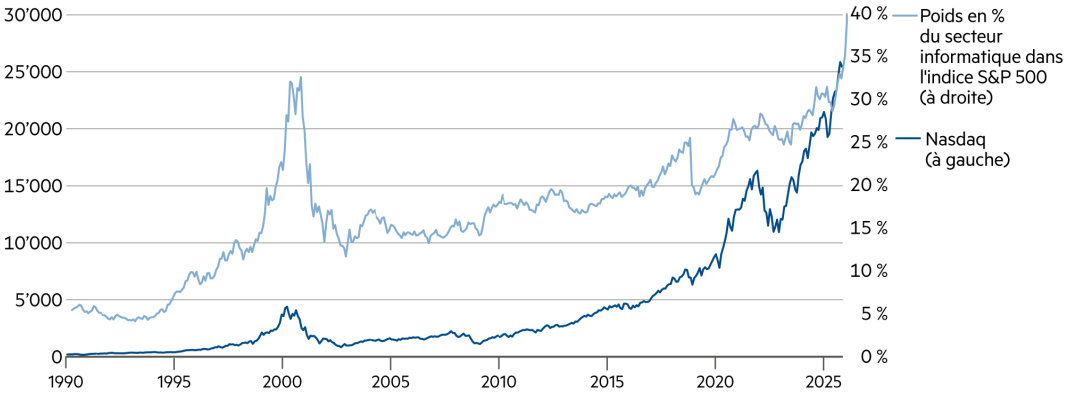
Les estimations fair value ont récemment été revues à la hausse non seulement pour Nvidia, Apple, Amazon et Alphabet, mais également pour les groupes pharmaceutiques suisses Novartis et Roche. Dans cette perspective, certains prestataires de services de communication (par exemple Deutsche Telekom, qui séduit les investisseurs avec un dividende record et tire profit de la bonne santé de l'économie américaine) et certains fournisseurs d'infrastructures restent clairement sous-évalués.

Siemens, sous la direction de son PDG Roland Busch, continue également de présenter un potentiel intéressant. Il place un accent stratégique sur une croissance accélérée et plus rentable des activités numériques, le matériel connecté et défini par logiciel, ainsi que les applications d'IA pour l'industrie. Avec la reprise d'Altair et de Dotmatics, Siemens devient de plus en plus une entreprise technologique avec une croissance annuelle de 6 % à 9 % et permet aux investisseurs d'en profiter grâce à une politique de dividendes progressive.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Actions Suisse	↗	↗	Après 11 mois, le marché boursier suisse affiche une évolution très réjouissante. Avec un ratio cours/bénéfice modéré, la performance s'élève à +10.6 %.
Actions Zone euro / Europe	↗	↗	Dans l'Euro Stoxx 50 (+14.9 % en CHF), 7 des 10 meilleures actions sont celles de grandes banques européennes telles que Banco Santander, Deutsche Bank, Unicredit et ING.
Actions Etats-Unis	➡↗	➡↗	Après 11 mois, le S&P 500 (+3.0 % en CHF) devance le Dow Jones (-0.6 %) et se place derrière l'indice technologique du Nasdaq (+7.2 %).
Actions Pays émergents	↗	↗	L'indice mondial des actions (+5.7 % en CHF) n'a pas connu d'impulsions significatives en 2025 en raison de la Chine (CSI 300 +5.2 % ; Hang Seng +14.0 %) et de l'Inde (Sensex -5.8 %).

Placements alternatifs

Existe-t-il des alternatives au secteur de l'IT ?



Poids du secteur informatique dans l'indice S&P 500, de 1990 à 2025 (Source : Bloomberg L.P. 30 novembre 2025 | Graphique : Zugerberg Finanz)

Ces dernières années, le poids du secteur technologique a connu une augmentation constante : dernièrement, une poignée de titres représentaient un peu plus de 40 % du marché boursier. Le secteur informatique occupe désormais une place prépondérante non seulement dans les indices boursiers américains, mais également dans ceux des pays émergents tels que la Chine, Taiwan, la Corée du Sud, etc. Cependant, les cours reflètent déjà en grande partie les espoirs pour l'avenir. En quoi consiste l'alternative ?

Le rapport sur la stabilité financière de la Banque centrale européenne (BCE) résume que l'incertitude sur les marchés financiers devrait perdurer, « avec un potentiel de nouveaux pics ». Selon le rapport, les marchés financiers, en particulier les marchés boursiers, sont vulnérables à de fortes corrections en raison de valorisations toujours élevées et d'un phénomène croissant de concentration. Ce faisant, la BCE ne se réfère pas à la valorisation des actions européennes, qui ont de toute façon un poids faible et une valorisation modérée en comparaison mondiale. Plutôt, la BCE a mis en garde contre le risque d'une correction boursière susceptible d'être générée par la valorisation élevée des actions technologiques américaines et de l'engouement pour l'intelligence artificielle (IA).

Or il est possible de s'en prémunir en structurant son portefeuille de manière active et disciplinée. Cela peut signifier que, en période de beau temps, on ne fait pas partie de ceux qui obtiennent les rendements les plus élevés, mais qu'en période de mauvais temps, on dormira mieux pour les mêmes raisons. En investissant dans l'indice mondial des actions, on n'obtient actuellement qu'une diversification apparente. Elle ne redeviendra réelle que lorsque la prédominance des technologies de l'information aura pris fin et que le portefeuille reflétera davantage la réalité d'une économie mondiale résiliente. C'est pourquoi nous privilé-

gions, par rapport à l'indice MSCI World, des secteurs tels que l'alimentation, la pharmacie, les assurances, les opérateurs d'infrastructures et les fournisseurs d'énergie. Dans notre allocation de base, nous accordons également une grande importance aux actions suisses, ce qui permet de réduire considérablement la volatilité monétaire de nos portefeuilles. Ce faisant, il est possible d'améliorer de manière importante le profil risque/rendement si l'on se base sur une analyse des données historiques.

Enfin, le facteur qualité revêt également de l'importance. Ainsi, la majeure partie du portefeuille est axée sur des entreprises très rentables, qui disposent de bilans solides, qui jouissent d'un pouvoir de fixation des prix grâce à leurs parts de marché et sont dotées d'une direction convaincante. Ceux qui s'orientent sur ce type de facteurs fondamentaux, obtiennent dans leur portefeuille des actions relativement moins chères qui, en raison de la stabilité de leurs résultats, peuvent sembler peu intéressantes à court terme, mais qui s'avèrent lucratives sur le long terme.

Les capitaux spéculatifs se tournent vers d'autres titres, là où l'actualité prophétise un essor phénoménal. Pendant la pandémie de coronavirus, l'action de Zoom Communications en faisait partie. À l'automne 2020, sa valorisation a atteint 175 milliards de dollars, alors que son chiffre d'affaires annuel n'était que de 350 millions. Aujourd'hui, cinq ans plus tard, Zoom jouit d'une implantation plus solide que jamais dans le secteur de la visioconférence. Son chiffre d'affaires annuel s'élève à près de 5.5 milliards de dollars. La valorisation est retombée d'un niveau spéculatif à un niveau fondamentalement justifié de 26 milliards. Des évolutions similaires sont à prévoir pour les entreprises liées à l'IA telles que Palantir, qui dominent actuellement le MSCI World.

Sous-classe d'actifs	3–6 mois	12–24 mois	Estimations
Matières premières	↘	→↗	Les prix du pétrole brut sont de 9 % (USD) à 20 % (CHF) inférieurs à ceux du début de l'année. Cela a largement contribué à la désinflation dans de nombreux pays.
Or / Métaux précieux	→↗	→↗	L'or (+42 % en CHF après 11 mois) devrait également progresser au cours des 12 prochains mois, mais dans une moindre mesure qu'en 2025.
Insurance-Linked Securities	↗	→↗	Les risques liés aux emprunts dans le domaine de l'assurance sont utilisés dans une mesure modérée dans nos portefeuilles comme composantes de base stables au sein des fondations de libre passage.
Private Equity	↗	↗	En 2026, les transactions devraient continuer à s'accélérer et générer de bons résultats 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		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SMI	CHF	12'834.0	+4.9%	+10.6%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	17'652.9	+4.0%	+14.1%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	23'836.8	+0.1%	+18.6%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	8'122.7	+0.6%	+9.2%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	43'357.0	+1.0%	+25.6%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	9'720.5	+0.7%	+11.3%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'668.2	+0.7%	+14.8%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	47'716.4	+0.2%	-0.8%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'849.1	+0.0%	+3.0%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	23'365.7	-1.6%	+7.0%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	50'253.9	-5.5%	+12.4%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	85'706.7	+1.3%	-7.1%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'398.4	+0.1%	+4.9%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'366.9	-2.6%	+12.4%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligations (divers)		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.9	-0.3%	-0.2%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	188.5	+0.1%	+3.0%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	378.2	+0.1%	+5.0%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	287.9	-0.1%	+5.9%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Emprunts d'Etat		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	189.3	-0.6%	+1.3%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.7	+0.3%	+2.5%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	178.4	-0.2%	-1.0%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Obligations d'entreprise		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	193.2	0.0%	+1.2%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	191.0	+0.3%	+3.8%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	631.3	+0.2%	+3.9%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.7	-0.4%	+1.1%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	310.9	0.0%	+2.7%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Placements alternatifs		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Or Spot CHF/kg	CHF	109'583.4	+5.8%	+43.1%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	110.4	+2.8%	-1.1%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'963.4	-0.2%	+9.2%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Devises		30.11.2025	11/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Dollar / franc suisse	CHF	0.8040	-0.1%	-11.4%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / franc suisse	CHF	0.9322	+0.4%	-0.8%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 yen japonais / franc suisse	CHF	0.5146	-1.5%	-10.7%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Livre sterling (GBP) / franc suisse	CHF	1.0637	+0.5%	-6.3%	+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'extract 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 30/11/2025 ; données économiques au 30/11/2025 ; pronostics économiques au 30/11/2025. Les copies ne sont autorisées qu'avec mention de la source.