

Juillet 2025

Taux d'intérêt et obligations

Écarts serrés malgré des risques élevés

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Juin 2025*	Year-to-date*	Actuel	Juin 2025*	Year-to-date*
US	4,2%	-16 pb	-33 pb	86 pb	-2 pb	6 pb
Zone euro	2,6%	7 pb	20 pb	94 pb	-6 pb	-8 pb
UK	4,5%	-17 pb	-9 pb	101 pb	-9 pb	5 pb
CH	0,4%	14 pb	11 pb	73 pb	-4 pb	4 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Resserrement des écarts de crédit US en juin, le risque restant prisé et le marché continuant sa reprise après le choc du 2 avril. Repli des rendements sur toute la courbe.
- La Fed devrait baisser son taux trois fois au S2, pour approcher 3,50% fin 2025.

Zone euro

- Resserrement des écarts en EUR (hors CCC), grâce aux facteurs techniques. Le rendement de la dette souveraine à 2 ans a crû plus que pour celle à 10 ans.
- Comme prévu, baisse de 25 pb du taux de la BCE en juin. Nous ne prévoyons qu'une seule autre réduction en 2025, contre deux auparavant. Stabilisation attendue du cycle de baisse à 1,75%.

Royaume-Uni

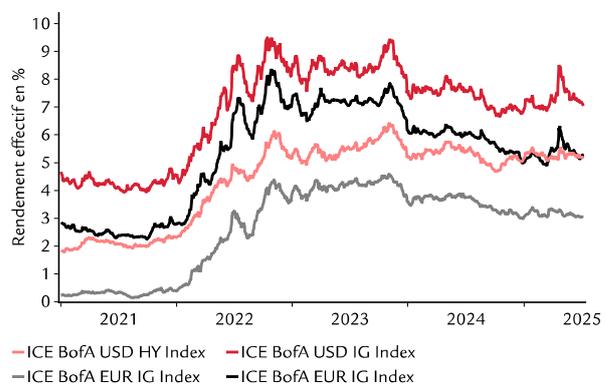
- Après le creusement d'avril, resserrement des écarts Investment Grade (IG) et hausse des rendements.
- Vu les prévisions de hausse de l'inflation et du chômage en 2025 par rapport à 2024, la Banque d'Angleterre devrait réduire par trois fois son taux directeur en 2025, et ce dès août.

Suisse

- Stabilité des écarts IG en juin, mais hausse des rendements sur toute la courbe. Toutefois, la pente entre les échéances à 2 et 10 ans reste stable.
- La BNS a réduit son taux directeur de 25 pb en juin. Avec la faible inflation et pour éviter une nouvelle appréciation du CHF, nous prévoyons une autre baisse de 25 pb en septembre.

Des écarts serrés, mais le rendement global reste honnête

Rendement global effectif sur les marchés du crédit en USD et EUR



Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données: 23.06.2025

Nouveau resserrement des écarts de crédit en juin : actualité douanière moins sombre, probabilité de récession américaine stable (quoiqu'élevée), rendements globaux intéressants et donc demande satisfaisante l'expliquent. Résultat, les écarts de crédit ajustés des options évoluent dans des percentiles historiquement faibles, surtout pour le crédit USD, qui garde une valorisation élevée. Mais comme le montre le graphique ci-dessus, les rendements globaux (en monnaie locale) des classes d'actifs du crédit sont d'environ 300 pb supérieurs à ceux de mi-2021, avant la phase de hausses de taux. De plus, le rendement global actuel est aussi supérieur à la moyenne des dix dernières années. Côté percentiles (sur la base de données remontant à mars 1999), les rendements globaux High Yield (HY) et Investment Grade (IG) en EUR évoluent dans une fourchette honnête de 35%-40%, et 60% pour l'IG en USD. Le risque de creusement des écarts reste élevé, en cause : incertitude autour de la politique commerciale américaine, montée des risques pour les perspectives macroéconomiques et (géo)politiques, ainsi que valorisations élevées. Grâce à une qualité de crédit supérieure, l'IG devrait afficher résilience fondamentale et moindre volatilité des écarts que les crédits HY. Nous prévoyons donc toujours un creusement en HY et sommes neutres pour l'IG en EUR et en USD en juillet. Concernant la durée le mois prochain, les taux devraient baisser aux Etats-Unis, dans l'UEM et en Suisse.

Actions

Des marchés insensibles aux guerres

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Juin 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	4,0%	5,0%
Zone euro	-1,8%	11,6%
Royaume-Uni	-0,5%	8,7%
Suisse	-2,6%	4,8%
Marchés émergents	6,3%	15,6%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Légère progression du marché en juin après un mois de mai exceptionnel. Frappes en Iran et hausse des prix du pétrole ont à peine égratigné la performance.
- Ce marché surperforme clairement les européens, mais sa sous-performance depuis janvier dépasse toujours 8%.
- Avec la vive reprise, le marché américain est redevenu plutôt cher. Seules les petites capitalisations évoluent dans la plage de valorisation normale.

Zone euro

- Sous-performance des actions de l'UEM en juin, Allemagne et France cédant notamment du terrain et entraînant le marché avec elles.
- Côté styles, valeur et momentum sont très performants cette année. Les petites capitalisations surperforment les grandes.
- La valorisation du marché européen croît et dépasse les moyennes historiques. Le taux de décote par rapport à l'américain reste toutefois très important.

Royaume-Uni

- Le marché britannique surperforme l'euroéen mais sous-performe l'américain en juin.
- Il profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

- Ce marché sous-performe encore en juin. Sur les deux derniers mois, il sous-performe l'américain de plus de 8%.
- Comme dans l'UEM, les petites capitalisations surperforment les grandes. L'écart s'est creusé en juin.
- La valorisation reste dans une plage acceptable, mais supérieure à d'autres marchés hors US.

Marchés émergents (ME)

- Surperformance des ME, Corée et Brésil en tête.
- Les valorisations restent justes et bien inférieures à celles des grands marchés.

Mise à jour semestrielle

En janvier, notre perspective annuelle tablait sur un rendement total des actions mondiales de 5% à 10%. L'indice le plus vaste, MSCI All Country World, progresse jusqu'ici de 5,5% en devise locale, au-dessus de la limite inférieure de cette cible. Les six premiers mois de l'année ont été riches en événements marquants : sortie de DeepSeek, taxes douanières du « Liberation Day » et, dernièrement, la guerre entre Israël et l'Iran. Considérant ce contexte, la forte valorisation de départ et la solide performance des deux dernières années, nous jugeons ce résultat satisfaisant. La grande différence cette année est la surperformance des marchés actions européens et émergents sur l'américain.

Événement	Temps jusqu'au creux*	Temps de reprise*	Vente massive (%)	Rendement du marché actions depuis le creux (%)			
				1M	3M	6M	12M
Crise des missiles cubains	7	9	-6.6	15.0	22.7	30.0	36.5
Guerre du Viêt Nam (1964)	15	36	-3.2	1.7	4.8	7.3	29.3
Guerre des Six Jours	20	40	-6.5	3.3	6.5	7.7	13.0
Embargo pétrolier arabe	27	1475	-17.1	7.3	5.6	-2.0	-28.2
Première Guerre du Golfe	50	87	-15.9	6.2	6.7	27.8	29.1
9/11	6	15	-11.6	11.1	18.5	19.4	-12.5
Guerre en Irak (2003)	7	16	-5.3	8.0	15.8	20.0	32.8
Russie/Ukraine 2014	6	13	-2.0	-0.6	5.2	7.8	11.5
Russie/Ukraine 2022	20	16	-9.1	7.6	-1.3	-3.9	-4.3
Guerre Israël/Hamas	13	8	-5.9	10.5	18.8	23.9	42.4
Médiane	14	16	-6.6	7.5	6.6	13.6	21.1

* en jours de bourse. Source : Deutsche Bank, Swiss Life Asset Managers

Quelles perspectives pour le second semestre ? Historiquement, les guerres ont rarement eu un effet durablement négatif sur les actions et, généralement, les rendements subséquents sont positifs. Selon nous, cet épisode ne fera pas exception. Possibles baisses de taux directeurs, actualité douanière moins sombre, croissance des bénéfices correcte et révisions de résultats ne trahissant pas de problème majeur sont favorables. La valorisation des actions non américaines croît, mais reste dans la plage de juste valeur. Valorisations américaines élevées, nouvelle guerre Israël/Iran et flou quant aux taxes douanières et à la politique américaine pèsent. A très court terme, il existe un risque de correction, l'expiration de la pause douanière approchant. Mais d'ici fin 2025, les actions mondiales ont encore du potentiel. Nous maintenons donc notre prévision d'un rendement total de 5% à 10% de ces titres. En cas d'extension du conflit au Moyen-Orient doublé d'une perturbation de l'approvisionnement d'or noir, nous l'abaisserons. Actuellement, les styles de placement tels que volatilité minimale, dividendes élevés ou protection sont très prometteurs.

Devises

Pas de demi-mesure pour l'USD

Aperçu des principales devises

	Jun 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	3,1%	13,0%	↗
EUR/CHF	0,3%	-0,4%	→
GBP/USD	2,0%	9,7%	↗
USD/JPY	0,3%	-8,1%	↘

* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- La faiblesse de l'USD s'est poursuivie en juin, le billet vert cédant du terrain à toutes les grandes devises, hormis au JPY.
- Il reste la soupape de la défiance envers les Etats-Unis. La fin de la pause douanière de 90 jours le 9 juillet va remettre l'incertitude commerciale au premier plan, relevant potentiellement la volatilité. L'USD devrait donc rester faible ces trois prochains mois.

Zone euro

- L'EUR retrouve la forme en juin, la paire EUR/USD progressant et dépassant 1,17.
- Pour la Fed, nous prévoyons une baisse de plus que le marché, mais nous partageons son avis pour la BCE. Cela étaye notre prévision d'une paire EUR/USD plus élevée ce prochain trimestre.

Royaume-Uni

- La GBP s'apprécie face à l'USD en juin, mais cède face à l'EUR. Comme prévu, la Banque d'Angleterre a mis son cycle de baisse en pause, les pressions inflationnistes restant plus élevées qu'en zone euro.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/GBP, mais prévoyons une hausse de la GBP face à l'USD au T3.

Suisse

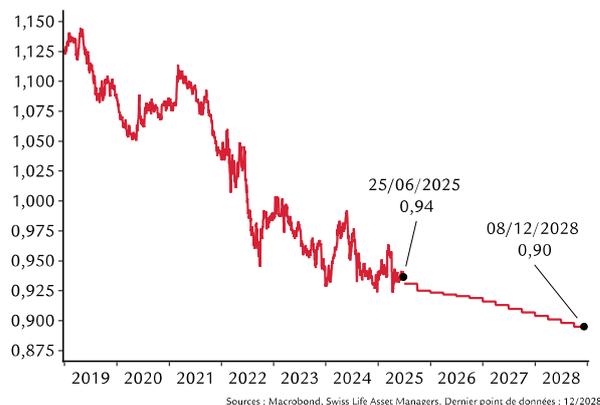
- Un CHF quasi inchangé face à l'EUR en juin, alors que la paire USD/CHF a fait une incursion sous 0,80.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF malgré les taux négatifs attendus côté BNS en septembre.

Japon

- Suite de la faible performance du JPY en juin, en recul de 1,6% pondéré des échanges.
- Prévoyant un USD plus faible, nous sommes négatifs sur la paire USD/JPY ces trois prochains mois.

Un regard sur demain : l'appréciation du CHF va continuer

EUR/CHF : notre scénario de référence pour le moyen terme



Le CHF préserve ses attributs de valeur refuge. Il s'apprécie encore face à l'USD en juin, la paire USD/CHF glissant sous 0,80 pour la première fois. Si la BNS devrait maintenir sa position proactive pour limiter la rapide appréciation du CHF et intervenir sur le marché des changes si nécessaire, le CHF va encore progresser ces trois prochaines années. Dans notre processus de planification annuelle à moyen terme, nous établissons les scénarios les plus probables pour cette période. Un postulat essentiel pour le marché des changes est le rôle majeur joué par la parité de pouvoir d'achat (PPA) dans la trajectoire des taux de change. Le principe de la PPA est que le coût d'un panier de biens est censé être plus ou moins équivalent dans chaque pays si l'on convertit les prix dans une même devise. Le taux de change qui permet cette égalité s'appelle la « juste valeur ». Nous prévoyons une persistance du différentiel structurel entre l'inflation faible en Suisse et plus élevée dans l'UEM. Ainsi, la juste valeur de la paire EUR/CHF devrait baisser d'environ 1% par an. Partant, notre trajectoire prévue pour la paire EUR/CHF (voir graphique) et l'appréciation attendue du CHF face aux autres devises devrait produire un franc suisse pondéré des échanges stable. Nous pensons que la faiblesse de l'USD va durer encore un an au moins. Pour la paire EUR/USD, nous prévoyons un pic à 1,25 mi-2026, car les différentiels de rendement réel à court terme devraient devenir négatifs, avant que la paire tende à redescendre à 1,19 à la fin 2028.

Allocation d'actifs

USD faible, rebond des marchés américains

Synthèse

- Suite du rebond des marchés actions en juin, brièvement interrompu par les frappes en Iran. Les marchés émergents mènent la danse, suivis de l'américain, alors que l'Europe piétine.
- Rendements des obligations d'Etat stables en juin, même si les américains ont reculé, la prévision de baisses de taux ayant été relevée. Hausse des rendements suisses après des annonces étonnamment restrictives de la BNS lors de sa réunion de juin.
- Resserrement des écarts début juin, puis stabilité.
- L'USD fléchit encore, à l'exception d'un sursaut lors de l'embrasement en Iran.

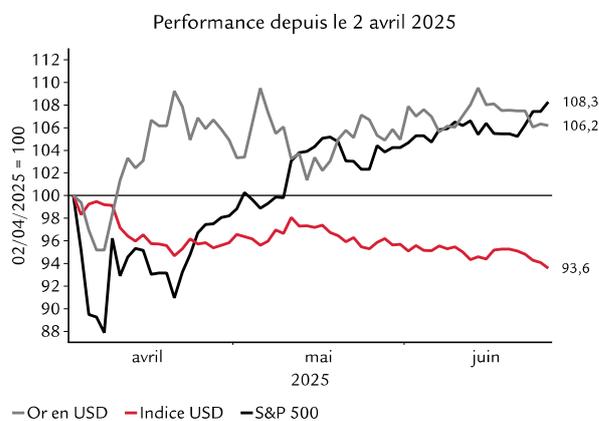
Allocation d'actifs : avis actuels

Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	surpondération
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Obligations des marchés émergents	sous-pondération
Actions mondiales	neutre

* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- Notre allocation d'actifs reste inchangée, fondamentaux et indicateurs de marché ayant peu bougé depuis mai.
- Si la reprise des marchés actions continue, les risques géopolitiques et politico-commerciaux tempèrent notre optimisme. Sur le front de la guerre douanière, l'échéance du 9 juillet approche et les tensions politiques américaines restent vives. Le calme actuel pourrait vite cesser.
- Les rendements américains devraient baisser, mais avec une forte volatilité. Ainsi, les T-Bonds devraient encore protéger un peu contre une forte correction, comme observé en juin. En revanche, le potentiel de rendements plus faibles en EUR est plus limité.
- Très serrés, les écarts de crédit offrent peu de valeur.
- L'USD reste faible, signe qu'un taux de couverture de change plus élevé est pour l'heure adapté, malgré la différence de taux importante face à l'EUR et surtout face au CHF.

Où est le risque ?



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 26.06.2025

La quasi-impassibilité du marché face aux récents événements économiques et géopolitiques inquiétants ne cadre pas avec la situation mondiale. Certes, bond du cours de l'or, repli de l'USD et recul volatil des rendements américains traduisent partiellement la hausse de l'incertitude. Mais selon nous, écarts de crédit et valorisations des actions n'intègrent pas correctement la guerre commerciale en cours, l'instabilité géopolitique, et des questions plus structurelles comme les changements démographiques dans le monde développé. Ces dernières années, l'inquiétude quant aux valorisations élevées sur la plupart des marchés financiers a d'abord été apaisée par une politique monétaire mondiale très souple, puis par une croissance économique étonnamment solide, surtout aux Etats-Unis. Ces facteurs positifs sont désormais absents, ou bien plus faibles. Entretemps, la tendance mondiale à moins de libre-échange et des déficits publics toujours moins soutenables assombrissent le ciel économique. La plupart des marchés financiers semblent très optimistes du fait du progrès technologique attendu (p. ex. avancées de l'IA) et d'une politique monétaire plus souple qui finira par résoudre ces défis. Mais en jugeant rationnellement ces deux aspects, ces espoirs semblent excessifs à court terme. D'où notre conclusion : plus que jamais, gestion des risques et approche tactique de l'investissement doivent être les priorités. Cela implique une plus grande diversification qu'à l'accoutumée et, point crucial, une volonté d'action tactique en ajustant de manière dynamique l'exposition aux risques à court terme pour réagir aux évolutions pertinentes. Ainsi, notre allocation d'actifs légèrement défensive témoigne de la stratégie que nous jugeons opportune à l'heure actuelle.

Swiss Life Asset Managers



Sven Kreitmair
Portfolio Manager Fixed Income
sven.kreitmair@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
✕ @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com



José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@swisslife-am.com

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par le Département Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, F-75001 Paris à ses clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.