

Août 2025

Taux d'intérêt et obligations

Raidissement et normalisation des courbes

Rendements obligataires et écarts investment grade

| | Rendement des obligations d'Etat à 10 ans | | | Ecart de crédit investment grade | | |
|-----------|---|-------------|---------------|----------------------------------|-------------|---------------|
| | Actuel | Juil. 2025* | Year-to-date* | Actuel | Juil. 2025* | Year-to-date* |
| US | 4,3% | 11 pb | -23 pb | 76 pb | -7 pb | -4 pb |
| Zone euro | 2,7% | 9 pb | 33 pb | 79 pb | -13 pb | -23 pb |
| UK | 4,6% | 9 pb | 1 pb | 94 pb | -7 pb | -2 pb |
| CH | 0,3% | -8 pb | 6 pb | 72 pb | 0 pb | 3 pb |

Taux des obligations d'Etat zone euro – Allemagne, pb – points de base.

* Variation au 31 juillet. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Resserrement des écarts de crédit en USD sur l'IG et le HY en juillet, tutoyant des plus bas historiques. Hausse des taux d'intérêt mais aplanissement du différentiel de rendement des T-Bonds à 2 et 10 ans (courbe 2s10s) après la mi-juillet.
- Dans l'attente d'un ralentissement au S2 2025, nous prévoyons toujours trois baisses de taux en 2025, la première en septembre.

Zone euro

- Fort resserrement des écarts de crédit en EUR après l'accord commercial avec les Etats-Unis. La courbe 2s10s s'est raidie jusqu'à mi-juillet, puis réaplatie.
- La BCE n'a pas changé son taux en juillet. Nous prévoyons une autre réduction en 2025, vu la tendance déflationniste et le contexte économique toujours flou.

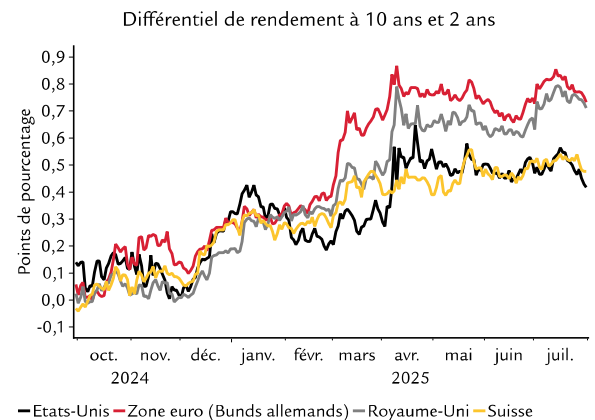
Royaume-Uni

- Resserrement des écarts de crédit IG, tutoyant leurs faibles niveaux antérieurs à mars. Hausse des taux des tranches 2 et 10 ans en juillet.
- La BoE devrait réduire trois fois ses taux en 2025, et ce dès août, car un repli de l'emploi est attendu.

Suisse

- Stabilité des écarts de crédit IG en juillet. Léger repli des rendements toutes échéances confondues : la courbe 2s10s suit une pente inchangée.
- Selon nous, pas d'autre baisse de taux de la BNS en 2025, l'institution adoptant un ton plus restrictif dernièrement.

Surperformance des durations plus courtes cette année



Source : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 31.07.2025

La courbe des taux 2s10s (différentiel de rendement de la dette souveraine à 2 et à 10 ans) sert souvent de mesure de la raideur. Une différence plus marquée traduit une plus forte raideur ; si elle est négative, cela indique une inversion de la courbe. Depuis le 10 octobre 2024, les courbes 2s10s des Etats-Unis, de l'UEM, du Royaume-Uni et de Suisse sont positives. Elles ne sont donc plus inversées, et se sont normalisées. Actuellement, l'UEM affiche la courbe la plus raide : baisse des taux à court terme après les réductions par la BCE et hausse des rendements à long terme après une plus forte émission de dette souveraine l'expliquent. Cela reflète des dépenses de défense en hausse sur fond de tensions géopolitiques et la nouvelle stratégie budgétaire allemande en termes d'infrastructure, de sécurité et de défense. Malgré un repli attendu des données macroéconomiques au S2 2025 et des valorisations de crédit tendues, les facteurs techniques du marché restent porteurs. Des rendements globaux élevés et des investisseurs friands de risque – grâce aux récents accords commerciaux américains – continuent d'alimenter la forte demande de crédit, dépassant probablement l'offre estivale réduite. Nous restons donc neutres sur le crédit IG et HY en EUR et USD pour août, et sur la durée également. Les rendements à 2 et 10 ans devraient rester globalement stables aux Etats-Unis, dans l'UEM et en Suisse.

Actions

Suivre la tendance : oui, mais pas indéfiniment

Aperçu de la performance des marchés des actions

| | Juil. 2025* | Year-to-date* |
|-------------------|-------------|---------------|
| Etats-Unis | 2,6% | 8,9% |
| Zone euro | 1,9% | 15,0% |
| Royaume-Uni | 4,6% | 14,0% |
| Suisse | 0,3% | 5,6% |
| Marchés émergents | 2,7% | 18,4% |

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 31 juillet. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Nouveau mois solide du marché, qui surperforme l'UEM et la Suisse. Depuis son creux d'avril, le S&P 500 a gagné près de 30%, les Magnificent 7 environ 43%. Solides résultats trimestriels (80% des entreprises dépassent les prévisions) et *deals* clés les ont portés.
- Les valorisations sont excessives, surtout dans la tech. La spéculation sur les « actions mêmes » et les titres de la tech non rentables trahit une dynamique de bulle.

Zone euro

- Si elles sous-performent au cours des trois derniers mois, les actions européennes surperforment toujours les américaines d'environ 6% depuis janvier. En EUR ou en CHF, la surperformance est de 16%.
- Seulement conformes aux attentes jusque-là, les résultats trimestriels sont moins bons qu'aux Etats-Unis.
- La valorisation du marché européen croît et dépasse les moyennes historiques.

Royaume-Uni

- Le marché britannique surperforme ceux du continent pour le deuxième mois de rang et profite toujours d'une valorisation plutôt faible.

Suisse

- Bonnet d'âne pour le troisième mois de rang pour le marché helvète. Surperformance des petites capitalisations de 2,5% en juillet et de 5,4% depuis janvier.
- La valorisation est plus élevée qu'en Europe, mais moins qu'aux Etats-Unis.

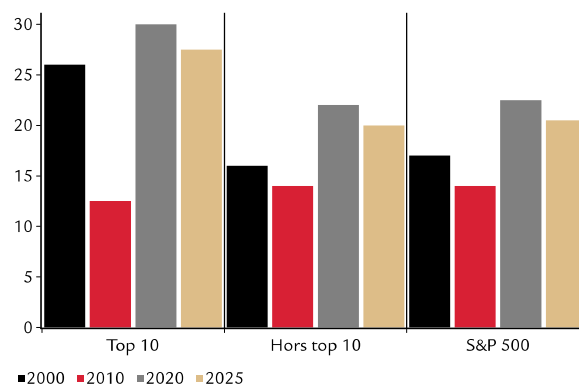
Marchés émergents

- A nouveau, les ME sont les meilleurs élèves.
- La Chine rayonne, alors que l'Inde subit un revers. En USD, la surperformance chinoise sur l'indienne est de 24% depuis janvier.

Une bulle à l'horizon ?

Après de brèves corrections début 2025 et en avril, les actions américaines (surtout la tech) signent un fort rebond et de nouveaux records. Le ratio cours/bénéfice (P/E) du S&P 500 est de 25, et de 35 en moyenne pour le Nasdaq et les Magnificent 7, soit la deuxième valorisation la plus élevée après l'an 2000. Etonnamment, les titres du top 10 américain affichent un ratio P/E prévisionnel plus élevé qu'il y a 25 ans, et même les 490 autres titres s'échangent à un niveau supérieur à ce pic. Les revenus de sociétés comme Nvidia, Palantir, Broadcom et Tesla sont attendus en hausse de plus de 100% sur cinq ans, et même de 300% pour Palantir. Ces valorisations et hypothèses de croissance considérables suscitent l'inquiétude pour le moyen terme et interrogent sur la pertinence d'un début de sous-pondération des actions.

Valorisation du marché actions américain (ratio P/E prévisionnel)



Source : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 2025

A moyen terme, les valorisations actuelles, américaines surtout, devraient donner lieu à des rendements escomptés moindres. Selon nous, sur cinq ans, ces rendements seront les plus faibles pour les titres américains et les plus élevés pour ceux des ME. Les gains anticipés de l'adoption de l'IA sont intégrés, et de nombreux titres qui y sont liés semblent surcotés. A court terme, le tableau est plus nuancé. Après un vif rebond, le marché américain connaît un engouement indû avec la ruée des investisseurs privés. Les voyants de fin de cycle comme la dette sur marge et le positionnement en options s'affolent. Mais de récentes évolutions macroéconomiques et des fondamentaux sont encourageantes. Risque de récession américaine plutôt faible, bons résultats trimestriels et *deals* avec les grands partenaires commerciaux ont réduit l'incertitude. La politique budgétaire reste porteuse dans la plupart des pays, et de nouvelles baisses de taux directeurs sont probables.

Devises

Point de bascule pour l'USD ?

Aperçu des principales devises

| | Juil. 2025* | Year-to-date* | Avis sur 1 mois |
|---------|-------------|---------------|-----------------|
| EUR/USD | -2,9% | 10,5% | ↗ |
| EUR/CHF | -0,6% | -1,1% | → |
| GBP/USD | -3,7% | 5,7% | ↗ |
| USD/JPY | 4,0% | -4,7% | ↘ |

* Variation au 31 juillet. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- En juillet, l'USD s'est apprécié, la Fed restant attentive sur fond de solides données économiques et d'une perspective incertaine. La politique a aussi joué un grand rôle. L'adoption du *One Big Beautiful Bill* et les accords avec les grands partenaires commerciaux ont porté le billet vert, qui a toutefois temporairement pâti des attaques de Donald Trump envers la Fed (voir graphique et texte principal).
- L'USD devrait rechuter : nous n'osons pas annoncer de fin de la crise de confiance et pensons que la Fed se montrera plus souple ces prochains mois, les données économiques se dégradant.

Zone euro

- Forte dépréciation de l'EUR face à l'USD en juillet, et plus légère face aux autres devises européennes malgré le ton offensif de la BCE.
- Nous réitérons notre avis positif sur la paire EUR/USD et neutre sur la paire EUR/CHF.

Royaume-Uni

- En juillet, la GBP a d'abord poursuivi sa tendance baissière face à l'EUR sur fond d'incertitude budgétaire, mais a rebondi en fin de mois.
- Nous réitérons notre avis neutre sur la paire EUR/GBP, et positif sur la paire GBP/USD.

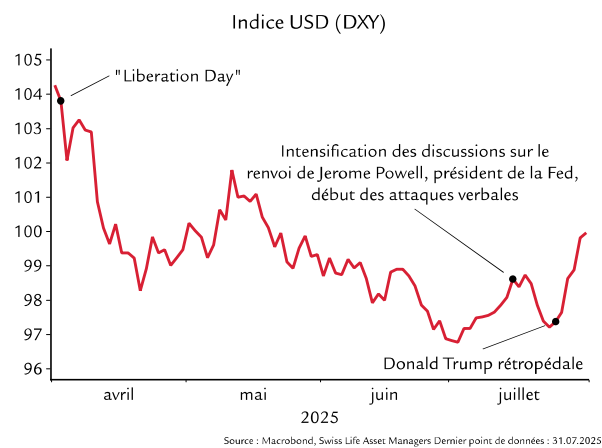
Suisse

- Légère appréciation du CHF face à l'EUR en juillet.
- Le marché écarte toujours des baisses de taux de la part de la BNS et de la BCE. Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF.

Japon

- Le JPY est le bonnet d'âne des grandes devises face à l'USD en juillet.
- Conforme à notre prévision d'un USD plus faible, la paire USD/JPY devrait toutefois encore reculer ces prochaines semaines.

L'USD rebondit après sa récente déprime



La crise de confiance entraînant le repli de l'USD cette année est plutôt découplée, tout du moins depuis le *Liberation Day*, des facteurs classiques des devises de marchés développés tels que différentiels de rendement, écarts de croissance et prévisions côté banques centrales. Mais en juillet, l'USD a rebondi dans le sillage d'un discours plus offensif de la Fed et d'un retrait apparent des inquiétudes quant aux politiques de l'administration Trump. Une situation compréhensible car (1) l'adoption du *One Big Beautiful Bill* clarifie la perspective budgétaire pour les investisseurs, (2) le conflit commercial a été moins erratique, avec la conclusion d'accords et (3), Donald Trump est revenu sur ses propos où il ouvrait la porte à un renvoi de Jerome Powell. Selon nous, ces événements ont peut-être justifié un repli de la prime de risque, mais ne signent pas une fin probante de la crise de confiance. La politique américaine devrait rester très imprévisible, et l'appréciation de l'USD pourrait causer des revers, p. ex. sous forme d'attaques verbales sur la Fed secouant parfois les marchés. Après tout, Donald Trump lui-même, mais aussi son conseiller économique en chef Stephen Miran insistent sur leur volonté d'un USD plus faible. De plus, malgré le ton offensif de Jerome Powell récemment, la Fed devrait s'orienter vers des baisses de taux au S2 2025 en raison du ralentissement de l'économie. Cela explique notre prévision d'une nouvelle dépréciation du billet vert ces prochaines semaines.

Allocation d'actifs

Les *deals* soulagent les actions et l'USD

Synthèse

- Solides rendements des marchés actions en juillet, portés par le rebond américain et dans les ME, l'Europe sous-performant. Aux Etats-Unis, les titres des grandes capitalisations de la tech dominant. En Europe, ce sont les titres à dividende élevé.
- Légère hausse des rendements obligataires souverains en juillet, hormis en Suisse, et timide resserrement des écarts périphériques dans l'UEM. Repli des rendements des ME, mais avec une volatilité notable.
- Resserrement modéré des écarts sur dette d'entreprise, encore plus marqué sur le HY, conséquence de la vigueur du marché actions.
- L'USD progresse en juillet, gagnant près de 3% pondéré des échanges.

Allocation d'actifs : avis actuels

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

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

- Relèvement de notre allocation en actions pour surpondérer relativement l'indice de référence, que nous finançons en passant la dette souveraine à neutre.
- Bien accueillis par les marchés financiers, les accords douaniers, bien qu'imparfaits, ont apaisé l'incertitude et les craintes d'une guerre commerciale, créant un momentum positif sur le marché actions.
- Stabilité relative des rendements obligataires souverains, car les banques centrales devraient être prudentes au vu des tensions géopolitiques et des conséquences économiques des taxes douanières.
- Ecart de crédit toujours tendus, éventuels reflets d'une surveillance par les investisseurs des rendements totaux (rendement souverain plus écart), historiquement élevés aux Etats-Unis et en Europe (hors Suisse). Mais nous restons convaincus que les écarts actuels ne compensent pas dûment le risque de crédit. Nous restons donc sous-pondérés et préférons allouer le risque aux actions, plus prometteuses.
- Nous restons donc prudents sur les devises, surtout du point de vue du CHF. Malgré le récent rebond de l'USD, il y a un risque d'une nouvelle dépréciation.

A l'affût tout en misant sur le momentum

Après des mois de spéculation et d'annonces contradictoires, l'échéance aoûtienne des taxes américaines est arrivée. Plusieurs accords ont été signés, bien que les modalités opérationnelles restent pour la plupart floues. Les négociations se poursuivent avec la Chine et l'Inde pour des *deals* clés. L'incertitude refluant, les marchés ont rebondi depuis leur creux du 2 avril. En USD, le négoce des actions américaines atteint des sommets. La faiblesse de l'USD a toutefois effacé une large part de ces gains pour les investisseurs européens cette année. Les écarts de crédit sont tendus, quelle que soit la catégorie, et si les rendements américains restent élevés, ils demeurent inférieurs à leurs niveaux de décembre. Les marchés actions mondiaux ont globalement suivi le rally américain, même si l'Europe est en retrait récemment, en équilibrage partiel de sa forte performance du T1. En somme, une personne qui émergerait de sept mois de sommeil pourrait penser que peu de choses ont changé : la valorisation des actifs risqués et les taux d'intérêt américains demeurent élevés, et le momentum porte les marchés. Mais tout n'est pas rose. La valorisation est revenue aux sommets de début d'année, exposant les marchés aux chocs. Si les données économiques restent solides, des signes de tensions émergent aux Etats-Unis. Les sociétés de private equity peinent à vendre à un prix juste, et même les ménages à revenu élevé commencent à sentir la pression des taux d'intérêt élevés. Les données ne reflètent pas encore l'impact économique des taxes douanières. Les achats en phase initiale ont temporairement porté la croissance, mais un vent défavorable devrait se lever au S2 2025 et contrarier la dynamique mondiale. Si l'USD continue sa chute, les effets pourraient s'intensifier, surtout pour les exportateurs européens. Partant, les coûts d'importation aux Etats-Unis augmenteraient davantage, surtout pour des produits difficilement remplaçables. Néanmoins, le momentum du marché demeure solide. Les banques centrales pourraient se montrer plus souples face aux pressions économiques et monétaires. Dans ce contexte, nous suivons la tendance en relevant légèrement notre allocation en actions pour les surpondérer. Parallèlement, nous maintenons la sous-pondération du crédit en raison des écarts serrés et sommes neutres sur la dette souveraine. Nous restons toutefois vigilants, car fondamentaux, évolutions de politique et moral du marché sont de plus en plus décorrés.

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 Zürich. **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.