

Septembre 2025

## Taux d'intérêt et obligations

Baisse des taux de la Fed en septembre probable

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Août 2025*	Year-to-date*	Actuel	Août 2025*	Year-to-date*
US	4,2%	-16 pb	-35 pb	77 pb	1 pb	-3 pb
Zone euro	2,7%	-1 pb	32 pb	84 pb	5 pb	-18 pb
UK	4,7%	13 pb	14 pb	92 pb	-1 pb	-4 pb
CH	0,2%	-10 pb	-3 pb	72 pb	0 pb	3 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.  
\* Variation au 28 août. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Resserrement des écarts investment grade (IG) et high yield (HY) en USD au mois d'août. Après une hausse généralisée en juillet, les rendements des T-Bonds reculent à nouveau en août.
- Après le discours de Jerome Powell à Jackson Hole, la Fed devrait baisser son taux directeur en septembre. La pression politique est aussi évidente. Nous attendons trois baisses pour le reste de 2025.

### Zone euro

- Après la compression de juillet, creusement des écarts IG et HY en août. Hausse des rendements des Bunds à 10 ans et de la prime de risque sur la dette souveraine française, la faute à l'actualité politique.
- La BCE n'indiquant pas de volonté de réduire son taux directeur, nous effaçons notre prévision d'une baisse pour septembre. Il n'y aura donc plus de mouvement côté BCE cette année.

### Royaume-Uni

- Légère compression des écarts de crédit IG et poursuite de la hausse des taux.
- Après une baisse de taux directeur offensive en août et l'inquiétude à court terme côté inflation, nous prévoyons désormais une seule réduction d'ici la fin d'année, contre deux auparavant.

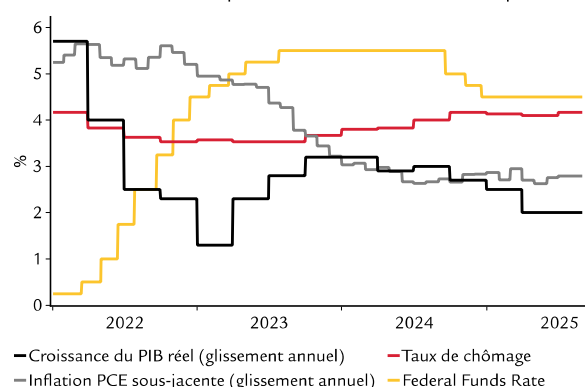
### Suisse

- Stabilité des écarts IG et léger repli du rendement des obligations d'Etat à 10 ans en août.
- A ce stade, nous estimons que la BNS n'a plus besoin d'intervenir, et elle devrait maintenir son taux directeur actuel à 0% pour le reste de 2025.

### Prochaine baisse par la Fed attendue le 17 septembre

En août 2024, la « règle de Sahn » indiquait le début d'une récession américaine, le chômage ayant fortement augmenté. La Fed a ensuite procédé à des baisses de taux « préventives » de 100 pb. Nos observations par rapport à l'an dernier : (1) les droits de douane ont induit une hausse des anticipations d'inflation sur les marchés (p. ex., swap d'inflation en USD à 10 ans autour de 2,6%) ; (2) la croissance du PIB ralentit et le marché du travail se dégrade. Lors de son allocution à Jackson Hole, le président de la Fed a ouvert la porte à une potentielle baisse de taux le 17 septembre. Son « scénario de référence raisonnable » est celui d'une inflation, passagère, liée aux taxes douanières. Il a reconnu le flou quant au calendrier et à l'amplitude, mais également indiqué qu'un retour de l'inflation à sa cible prendra du temps. Cela indique que la Fed pourrait se montrer conciliante si l'inflation à court terme bondit. Le repli de la dynamique de l'économie et de l'emploi que nous prévoyons devrait donc pousser la Fed à entamer un cycle de baisse. Ainsi, nous attendons un recul des rendements des T-Bonds en septembre, mais restons neutres pour les taux de l'UEM. Quant à la Suisse, nous sommes neutres sur les taux à 2 ans et baissiers à 10 ans. Le crédit devrait voir faiblir sa situation technique en septembre, les marchés primaires se rouvrant sur fond d'écarts très serrés. Ceux des segments IG et HY, à la fois en EUR et en USD, devraient donc se creuser.

Ralentissement de l'emploi américain et inflation « temporaire »



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 28.08.2025

## Actions

Solides bénéfiques, perspective contrariée

Marchés régionaux des actions	Août 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	2,2%	10,9%
Zone euro	1,1%	15,2%
Royaume-Uni	2,2%	16,4%
Suisse	3,0%	7,9%
Marchés émergents	2,1%	20,0%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.  
\* Variation au 28 août. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Malgré un début de mois timide et une brève correction autour du 15, le marché américain signe une nouvelle solide performance en août.
- Parmi les catalyseurs figurent les résultats trimestriels (voir ci-contre) et l'allocation de Jerome Powell à Jackson Hole. Il a laissé penser qu'un cycle de baisse pourrait s'amorcer et que la Fed allait regarder de plus près l'emploi.
- Le marché reste très cher, et les actions de la tech en particulier sont, en moyenne, surévaluées. Les investissements actuels et futurs dans l'IA sont colossaux, et certains analystes de renom ont déjà averti de l'excès d'optimisme concernant la technologie. Une récente étude indique que 95% des utilisateurs ne dégaient aucun bénéfice de leurs projets d'IA.

### Zone euro

- Sous-performance des marchés européens en août, avec plusieurs jours moroses en fin de mois. La saison des résultats a été meilleure que prévu.
- Sur le marché européen, les valorisations croissent et dépassent les moyennes historiques.

### Royaume-Uni

- Le marché britannique surperforme légèrement ceux de l'UEM, toujours grâce à sa faible valorisation.

### Suisse

- Après plusieurs mois atones, le marché suisse a surperformé en août. Plusieurs poids lourds comme Nestlé, Novartis et UBS signent des rendements d'au moins 5%.
- Les valorisations sont plus élevées qu'en Europe, mais moins qu'aux Etats-Unis.

### Marchés émergents

- Les ME restent solides et leur performance, exprimée en USD, dépasse +18% cette année. Pic inédit en 10 ans pour le marché chinois. En revanche, le marché indien a sous-performé.
- Globalement, le marché est évalué à sa juste valeur.

### Synthèse des résultats et avis de marché

Les résultats du T2 2025 sont très solides. Aux Etats-Unis, ils croissent de 11% par rapport au T2 2024, soit 8% de plus qu'anticipé. Les ventes progressent de 6%, 2% au-dessus des prévisions (voir tableau). Plus de 80% des sociétés font mieux que prévu. En Europe, ces hausses sont bien moins fortes, mais supérieures aux attentes. Quant aux marchés émergents, les ventes ont bondi, à un rythme supérieur à la hausse des bénéfiques. Cela est remarquable considérant le flou ambiant et les effets des taxes américaines. Comment l'expliquer ? En un mot : les attentes ont été fortement revues à la baisse avant la saison des résultats. Sur la période sous revue, les prévisions américaines dans les 220 jours précédant la saison des résultats ont été abaissées d'environ 10%.

### Synthèse des résultats trimestriels

Région	Croissance des bénéfiques	Croissance des ventes	Surprise des bénéfiques	Surprise des ventes
Etats-Unis	11.0%	5.9%	8.2%	2.2%
Zone euro	3.7%	-2.0%	5.7%	-1.5%
Suisse	6.3%	-1.4%	6.3%	-1.4%
Marchés émergents	5.8%	7.6%		2.5%

Variation au 28 août. La surprise des ventes sur les ME n'est pas fiable  
Sources : Swiss Life Asset Managers, Bloomberg

La question porte sur la suite des événements et ce qui pourrait générer des profits, ou faire dérailler les marchés, d'ici la fin d'année. Sur une note positive, les marchés attendent un cycle de baisse côté Fed. La probabilité actuelle d'une réduction en septembre avoisine 85%. Généralement, l'entame de cycle profite aux marchés, surtout s'il n'y a pas de récession, dont la probabilité nous apparaît plutôt faible. Autre catalyseur possible, les résultats du T3 qui arriveront à partir d'octobre. Mais les freins sont également présents. Primo, le marché surestime peut-être l'ampleur de l'assouplissement, l'inflation américaine dépassant la cible de la Fed et les effets des taxes ne jouant à plein que ces prochains mois. Secundo, les indicateurs économiques clés, tels que l'évolution du marché du travail, témoignent d'un repli conjoncturel. Les titres américains sont très chers et le rebond depuis avril est surtout l'apanage des grandes technologiques. En outre, les actions de la tech non rentables et toutes celles liées à l'IA ont connu une ruée massive, et leur valorisation est similaire à la situation de l'an 2000. Les obstacles grandissent et nous sommes donc plus prudents sur les actions pour le mois prochain.

## Devises

### L'USD toujours en crise de confiance

	Août 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	1,9%	12,4%	↗
EUR/CHF	0,6%	-0,8%	→
GBP/USD	2,1%	7,8%	↗
USD/JPY	-2,3%	-6,3%	↘

\* Variation au 28 août. Source : Bloomberg

#### Etats-Unis

- Début août, l'indice USD s'est nettement apprécié, la date butoir des droits de douane approchant, mais il a ensuite repris sa trajectoire baissière. La SEK et la NOK signent la plus forte hausse face à l'USD, alors que le NZD est la seule devise à reculer.
- Selon nous, l'USD devrait continuer à mollir, car nous ne pensons pas que la crise de confiance soit terminée. La Fed devrait passer des mots aux actes ces prochains mois, après que J. Powell a annoncé à Jackson Hole un changement de focale, passant de l'inflation au marché du travail.

#### Zone euro

- En août, l'EUR a compensé ses pertes de juillet face à l'USD, la BCE adoptant un ton plus restrictif, signe de freins plus importants à de nouvelles baisses de taux.
- Nous réitérons notre avis positif sur la paire EUR/USD et neutre sur la paire EUR/CHF.

#### Royaume-Uni

- Forte hausse de la GBP face à l'USD en août, l'inflation plus forte que prévu en juillet amenant le marché à anticiper moins de baisses de la Banque d'Angleterre qu'initialement attendues. Le différentiel de taux d'intérêt qui se creuse a porté la GBP.
- Nous réitérons notre avis neutre sur la paire EUR/GBP, et positif sur la paire GBP/USD.

#### Suisse

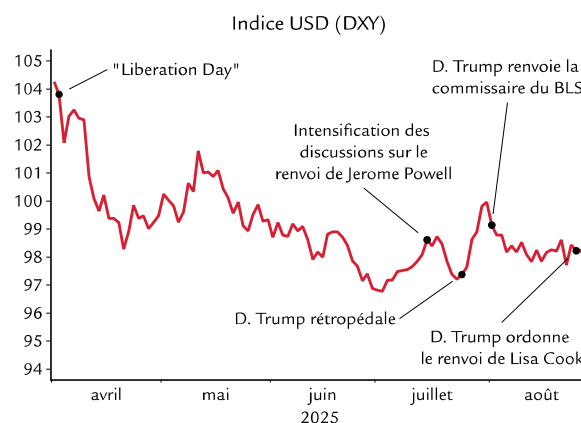
- Légère dépréciation du CHF face à l'EUR en août, la perspective de croissance suisse se dégradant fortement après l'annonce de taxes américaines de 39%.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF.

#### Japon

- En août, le JPY a récupéré une partie du terrain cédé à l'USD le mois précédent.
- Dans la logique de notre prévision d'un USD plus faible, la paire USD/JPY devrait toutefois reculer ces prochaines semaines.

#### Montée des risques, billet vert mutique

La crise de confiance s'agissant de l'indépendance des institutions américaines s'est aggravée en août. Vives tensions après que D. Trump a renvoyé la commissaire au Bureau of Labour Statistics (BLS), l'accusant sans preuve de « truquer » les données économiques. La situation s'est encore plus tendue après la tentative de renvoi de Lisa Cook, gouverneure de la Fed. Cela a ravivé les doutes quant à l'indépendance future de l'institution, et avec elle la crédibilité dans la définition d'une politique monétaire qui soit également indépendante. C'est la clé de voûte de la confiance dans l'USD et les T-Bonds comme actifs mondiaux. Or, les marchés financiers américains font jusqu'ici preuve d'un sang-froid étonnant. Le billet vert n'a pas chuté brutalement, contrairement à ce qui aurait pu être attendu. Cette réaction à peine perceptible pourrait traduire une résilience croissante des marchés, ou une insensibilité aux troubles politiques. Au-delà des décisions en matière de personnel, les soucis demeurent : le déficit budgétaire reste trop élevé, ajoutant à l'incertitude. Si les marchés sont plutôt stables jusqu'ici, l'USD reste l'instrument le plus sensible et le plus direct où se traduirait toute nouvelle aggravation de la crise de confiance. En plus de celle-ci, qui devrait perdurer, la divergence macroéconomique assombrit un peu plus l'horizon du billet vert. Le mix croissance-inflation se dégrade de plus en plus, et les différentiels de taux d'intérêts devraient encore se réduire. En effet, la BCE ne s'est pas engagée à une autre baisse en 2025, alors que la Fed devrait entamer un cycle en septembre. Considérant cette dynamique, nous restons négatifs quant au USD pour le mois prochain.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Dernier point de données : 28/08/2025

## Allocation d'actifs

Des « tarifs » à la Fed, un souci chasse l'autre

### Synthèse

- Début août, les marchés actions ont peiné en raison de la dégradation de l'emploi américain. Mais ils ont repris leur trajectoire haussière par la suite, porté la vigueur des secteurs liés à l'IA, un rebond des titans de la tech et de solides bénéficiers des entreprises.
- Les rendements obligataires souverains ont été plutôt stables. Les rendements des T-Bonds à 10 ans ont plongé après l'annonce des chiffres de l'emploi, mais se sont rétablis en fin de mois.
- Les écarts sur dette d'entreprise se réduisent encore et sont historiquement serrés, signe d'une forte demande et de fondamentaux solides.
- Pondéré des échanges, l'USD a cédé 1,7% en août, influencé par des évolutions de prévisions des taux et des indicateurs économiques en repli.

### Allocation d'actifs : avis actuels

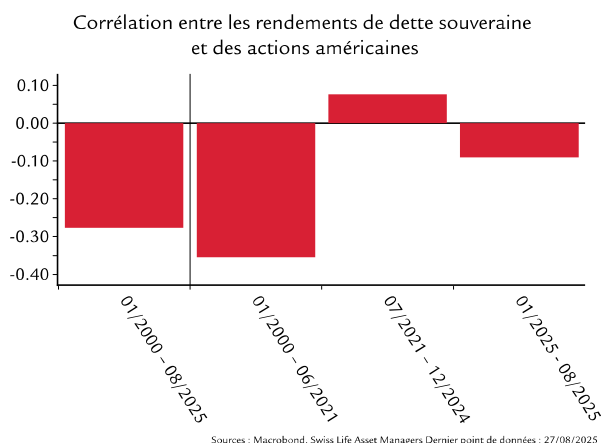
Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	neutre
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Obligations des marchés émergents	sous-pondération
Actions mondiales	surpondération

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

- Nous ajustons notre position en actions mais restons surpondérés par rapport à l'indice de référence. Les actions sont portées par les prévisions d'un cycle d'assouplissement de la Fed et par la solidité des fondamentaux des entreprises.
- Nous restons neutres à légèrement surpondérés sur la dette souveraine, en anticipation d'une baisse de taux. Nous préférons l'exposition américaine à l'européenne : sa dynamique de rendement et sa politique monétaire sont plus intéressantes.
- Les écarts de crédit restent historiquement tendus. Même avec des rendements globaux (rendement souverain + écart de crédit) élevés, nous préférons la dette souveraine au crédit, dont le profil rendement/risque reste asymétrique, alors que les actions ont un meilleur potentiel de hausse. Nous restons donc sous-pondérés pour le crédit.
- Nous restons prudents sur l'USD, surtout du point de vue du CHF. Malgré la dépréciation de l'USD en août, le risque baissier demeure, surtout avec les réductions anticipées côté Fed.
- Remarquable résistance des marchés financiers aux tensions commerciales, ainsi qu'à l'incertitude côté inflation et santé de l'emploi aux Etats-Unis.

### Faut-il redessiner la stratégie d'allocation d'actifs ?

Si les risques liés à la guerre commerciale persistent, les marchés financiers surveillent désormais de près l'orientation de la Fed à court terme. Son président Jerome Powell a fait part de priorités réajustées, de la lutte contre l'inflation à celle du chômage. Lors du symposium de Jackson Hole, il a reconnu les signes d'un affaiblissement de l'emploi, signifiant un cycle d'assouplissement à venir, sans raviver les pressions inflationnistes, l'inflation « douanière » étant jugée temporaire. Ce changement de politique est favorable aux actions, qui devraient profiter d'une position plus souple. Toutefois, les marchés restent sensibles aux résultats décevants et surprises côté inflation, soulignant la nécessité d'un positionnement en actions sélectif. Nous continuons à privilégier une allocation en actions mondialement diversifiée, surpondérant les Etats-Unis et les ME.



A la lumière du tournant de politique de la Fed, nous envisageons de plus en plus la dette souveraine comme un contreponds stratégique à cette allocation. Depuis plus de 20 ans, les investisseurs se fient au principe que les prix des obligations augmentent quand les actions reculent. Toutefois, après mi-2021, cette relation s'est inversée. Sur fond d'inflation élevée, la corrélation rendements actions/obligations est devenue positive. Comme nous anticipons une inflation temporairement élevée aux Etats-Unis, les bénéfices de la diversification des actions et obligations ne devraient pas être pleinement rétablis à court terme. Une fois l'inflation ralentie, la politique monétaire pourra reprendre son rôle traditionnel. Les corrélations actions-obligations devraient alors revenir en territoire négatif, rétablissant leur fonction de couverture conventionnelle au sein d'un portefeuille multi-actifs.

## Swiss Life Asset Managers



**Sven Kreitmair**  
**Portfolio Manager Fixed Income**  
sven.kreitmair@swisslife-am.com  
**in** sven\_kreitmair



**Andreas Homberger**  
**Head Quantitative Equities**  
andreas.homberger@swisslife-am.com  
**in** andreas\_homberger



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
**in** damian\_künzi



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com  
**in** florence\_hartmann



**Stephanie Zwick**  
**Head Multi Asset**  
stephanie.zwick@swisslife-am.com  
**in** stephanie\_zwick

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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.