

Octobre 2025

Taux d'intérêt et obligations

Le crédit profite de la baisse de taux de la Fed

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Sept. 2025*	Year-to-date*	Actuel	Sept. 2025*	Year-to-date*
US	4,1%	-8 pb	-42 pb	74 pb	-5 pb	-6 pb
Zone euro	2,7%	3 pb	39 pb	78 pb	-6 pb	-24 pb
UK	4,7%	-3 pb	13 pb	85 pb	-8 pb	-11 pb
CH	0,2%	-8 pb	-8 pb	76 pb	3 pb	7 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 25 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Après la baisse de taux directeur du 17 septembre, les rendements des T-Bonds ont reculé sur toute la courbe. Comme des taux plus faibles profitent aux actifs risqués, les écarts de crédit se sont resserrés. Les *tariffs* devraient alimenter l'inflation américaine les mois prochains, mais temporairement.
- Nous attendons toujours des baisses de taux directeurs en octobre et décembre 2025, ainsi que deux autres en 2026, amenant le taux cible de la Fed à 3,00% (limite inférieure).

Zone euro

- En septembre, resserrement des écarts de crédit de ce côté de l'Atlantique aussi. Hausse du rendement des Bunds à 10 ans. Le spread de la dette française à 10 ans vs l'allemand se creuse et tutoie l'italien.
- En Europe, l'inflation totale est au niveau cible et ne bouge guère. Selon nous, il n'y aura pas d'autres baisses de taux en 2025 ni en 2026.

Royaume-Uni

- Les écarts IG se sont resserrés en septembre, dans le sillage des marchés du crédit américain et de l'UEM. Le rendement des gilts à 10 ans est en léger repli.
- Concernant la BoE, nous prévoyons une baisse des taux supplémentaire en 2025 et deux en 2026.

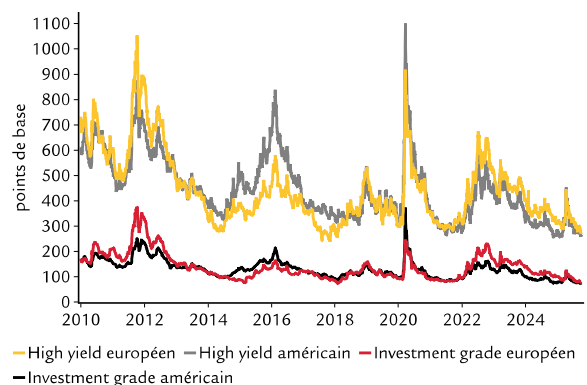
Suisse

- Ecart IG stables, tandis que le rendement des emprunts de la Confédération à 10 ans recule.
- Comme prévu, la BNS a laissé son taux directeur inchangé en septembre, et devrait tenir cette ligne en 2025 et en 2026.

Bon soutien technique, mais valorisations élevées

Les écarts de crédit Investment Grade (IG) et High Yield (HY) en EUR et en USD demeurent tendus. Les niveaux sont presque aussi bas qu'avant les hausses de taux post-covid par la BCE et la Fed en 2022. Actuellement, la classe d'actifs profite d'une faible probabilité de récession à 1 an (25% dans l'UEM et 30% pour les Etats-Unis, source Bloomberg), de bilans solides et d'indicateurs de crédit satisfaisants. Les baisses de taux côté Fed contribuent aussi au contexte favorable au crédit, et les rendements globaux restent attractifs (environ 2,5% à 3% supérieurs aux niveaux de 2021). Avec en plus une durée bien moindre (vs avant 2022), la classe d'actifs pourrait même résister à une hausse des taux d'intérêt sans afficher de rendement total négatif. Par conséquent, le crédit n'a pas vécu de sorties de capitaux. Vu les fondamentaux et facteurs techniques solides, les valorisations de crédit restent élevées. Toutefois, certains risques pourraient induire une volatilité des écarts, plus probablement en HY qu'en IG. Côté fondamentaux, ils sont liés aux droits de douane, à la géopolitique ou à l'investissement dans l'IA. Côté technique, offre d'obligations plus élevée ou moindres flux entrants avec le repli des rendements globaux du crédit américain sont à surveiller. En somme, nous sommes neutres sur les écarts IG mais attendons un creusement côté HY en EUR et en USD. Côté durée, nous prévoyons un repli des rendements des T-Bonds, et une stabilité pour leurs homologues suisses et de l'UEM.

Obligations d'entreprises: écarts ajustés des options



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données: 25/09/2025

Actions

L'euphorie de l'IA

Marchés régionaux des actions	Sept. 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	2,9%	13,8%
Zone euro	1,7%	16,4%
Royaume-Uni	0,6%	16,2%
Suisse	-1,6%	5,9%
Marchés émergents	7,6%	28,1%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 25 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Euphorie autour de l'IA et première baisse par la Fed ont dopé les gains en septembre.
- Forte hausse des titres liés à l'IA : plus de 8% pour les Magnificent 7, 28% pour Tesla et 18% pour Alphabet. Oracle s'est envolé de 40% en une journée.
- Selon certaines mesures, la valorisation du marché est à un pic historique (p. ex. rapport prix/chiffre d'affaires) ou s'en approche (Shiller PE). Les titres de l'IA sont en pleine bulle, mais sans signe d'une soudaine fin de la fête.

Zone euro

- En septembre, les actions en Europe sous-performent les américaines, l'exposition à l'IA étant infime.
- Malgré le boom de l'IA, les titres de l'UEM surperforment légèrement le marché américain en 2025. +65% en 2025 pour les banques européennes et plus de +450% depuis 2020 : c'est plus que les titres IA et des Magnificent 7. Ce marché est désormais également valorisé au-delà des moyennes historiques.

Royaume-Uni

- Les titres britanniques ont légèrement surperformé ceux de l'UEM.
- Ce marché profite toujours d'une faible valorisation, mais l'économie végète.

Suisse

- Léger repli du marché suisse en septembre en raison de la faible performance de poids lourds du SMI et du manque d'exposition à l'IA.
- A la date de rédaction, rien ne présageait de la réaction de la pharma à la date limite du 30 septembre quant à un plan américain de baisse des prix des médicaments.

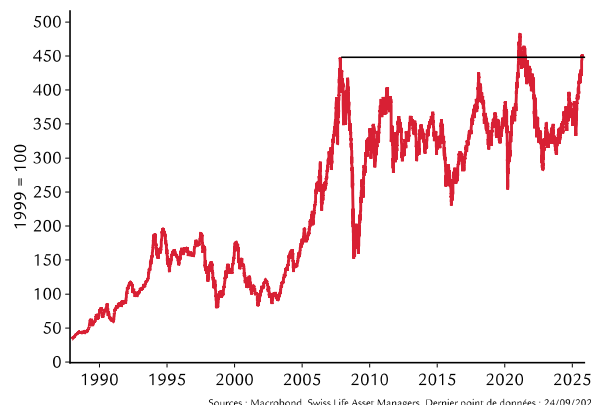
Marchés émergents

- Les ME surperforment en septembre.
- Comme sur le marché américain, l'IA est un facteur clé. L'IT pèse 26% de l'indice et les actions chinoises du secteur (Baidu, Alibaba) signent +40% sur le mois.

Une tendance naissante sur les ME ?

Après des années de marasme, les actions des marchés émergents (ME) retrouvent des couleurs, surperforment les actions mondiales d'environ 10% (en USD) jusqu'ici en 2025. Le signe d'un retour durable ou d'un rebond sans lendemain ? Répondons en débutant par une analyse historique. Depuis 2007, ces titres n'ont pas connu de hausse de valeur (voir graphique). De 2007 à aujourd'hui, les actions américaines les surperforment d'environ 400% (en USD). Ces motifs peuvent l'expliquer : 1. Fin de forte phase haussière sur les ME en 2007. 2. Faible hausse du BPA à cause d'un fort effet de dilution (nouvelle émission répartissant les résultats sur plus d'actions), mais les résultats agrégés ont augmenté plus qu'aux Etats-Unis. 3. Les actions n'ont profité ni de taux d'intérêt nuls ni de politiques monétaires non conventionnelles. 4. Forte appréciation de l'USD face aux devises des ME en 15 ans.

Indice MSCI Emerging Markets Equities (USD)



Les perspectives actuelles pour les ME sont meilleures qu'il y a un an, pour plusieurs raisons. 1. Valorisation neutre et très faible vs les marchés développés (ratio P/E prévisionnel respectivement de 13 vs 20). 2. Les actions des ME, surtout les technologiques chinoises, sont très bien placées pour capter le boom de l'IA. 3. Nouvelle baisse prévue de l'USD, éventuellement des *tariffs*. 4. Les banques centrales peuvent réduire les taux. 5. Par le passé, les ME surperformaient quand la Fed assouplissait ses taux. Mais il y a des risques : 1. Les meilleurs titres de l'indice sont des technologiques en forte hausse. 2. L'économie chinoise est friable et l'euphorie de l'IA largement intégrée. 3. Les droits de douane peuvent faire des dégâts. 4. Les attentes de hausses des bénéfices montent, mais les révisions sont peu optimistes. Globalement toutefois, cette évolution représente plus qu'un rebond passager.

Devises

Des avis inchangés

	Sept. 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	0,5%	13,4%	↗
EUR/CHF	-0,1%	-0,6%	→
GBP/USD	-0,3%	7,5%	↗
USD/JPY	1,1%	-5,4%	↘

* Variation au 25 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Une fois n'est pas coutume, l'USD affiche un visage contrasté en septembre. Alors qu'il poursuit sa baisse face à l'EUR et au CHF, il se raffermi vis-à-vis du JPY et de la GBP. La performance est également contrastée vis-à-vis des devises des marchés émergents.
- Nous maintenons notre prévision d'un USD faible, la confiance du marché n'étant pas restaurée. Nous prévoyons plus de baisses de taux directeur par la Fed que les marchés ces prochains mois.

Zone euro

- Alors que l'EUR progresse face à l'USD et à la GBP en septembre, porté par une BCE plutôt restrictive, il recule légèrement face aux autres devises du continent comme le CHF et la NOK.
- Nous réitérons notre avis positif sur la paire EUR/USD et neutre sur la paire EUR/CHF.

Royaume-Uni

- Après une solide performance en août, la paire GBP/USD a de nouveau cédé du terrain en septembre, l'inflation sous-jacente reculant légèrement après la bonne surprise en août.
- Nous réitérons notre avis neutre sur la paire EUR/GBP, et positif sur la paire GBP/USD.

Suisse

- Même sans bonnes nouvelles du front douanier, le CHF s'apprécie légèrement face à l'EUR. Comme prévu, la BNS a laissé son taux directeur inchangé en septembre et n'a pas donné de nouvel élan côté change.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF et sommes négatifs sur la paire USD/CHF.

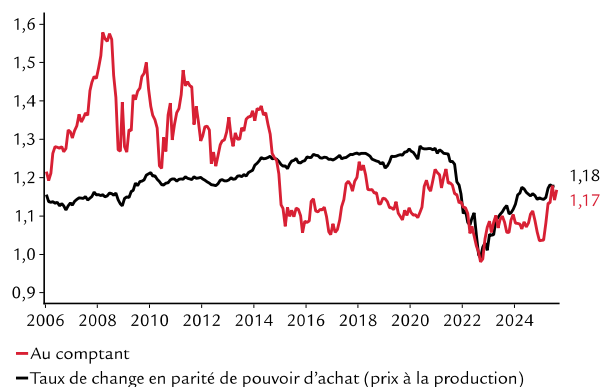
Japon

- A l'heure où nous rédigeons, le JPY cède plus de 1% en septembre, pondéré des échanges.
- Dans la logique de notre prévision d'un USD plus faible, la paire USD/JPY devrait toutefois reculer jusqu'en fin d'année.

Fin de la surévaluation USD/EUR

Parmi les griefs de D. Trump et de S. Miran, son éminence grise économique, exprimés en début d'année figurait la surévaluation de l'USD de par son statut de monnaie de réserve mondiale. Stephen Miran avait formulé diverses propositions hasardeuses sous le vocable « accord de Mar-A-Lago » pour traiter le problème. Les discussions sur l'accord au sein des marchés financiers et les mesures politiques controversées de l'administration Trump ont suffi à déclencher une crise de confiance dont l'USD a largement souffert depuis janvier 2025. Ironie du sort, l'administration a ainsi atteint son but de se défaire de la surévaluation, qui était en effet un problème. Un moyen de mesurer la valorisation d'une devise est de comparer un même panier de biens entre deux économies et de calculer le taux de change qui donne le même prix pour ce panier. D'après Bloomberg (voir graphique), le taux de parité de pouvoir d'achat (PPA) pour la paire EUR/USD est de 1,18, en se basant sur les prix à la production. En mesurant par les prix à la consommation, le PPA est de 1,20. Nous privilégions les prix à la production, car c'est un meilleur indicateur de la compétitivité internationale des entreprises. Après la hausse de la paire EUR/USD, l'argument de la valorisation – par ailleurs un facteur de change à moyen-long terme uniquement – ne porte plus. Cela dit, d'autres indices penchent en faveur d'un USD toujours faible. Outre la crise de confiance qui, selon nous, va durer du fait de la pression politique constante sur la Fed, l'avantage de rendement qui se délite est le facteur clé de prévision d'une paire EUR/USD plus élevée jusqu'en fin d'année.

Taux de change EUR/USD en fin de mois



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

Allocation d'actifs

La Fed fait souffler un vent favorable

Synthèse

- En septembre, les marchés actions du monde entier ont bondi, porté par de solides résultats des entreprises et une baisse de 25 pb par la Fed, signe d'un potentiel cycle. Les actions des marchés émergents signent également une belle performance. A l'inverse, les titres suisses ont peiné, affichant des rendements négatifs en raison du franc fort et de l'incertitude douanière.
- Recul des rendements des T-Bonds, portés par la baisse du taux directeur de la Fed. Rendements obligataires souverains suisses également en recul ; ceux des Bunds sont plutôt stables.
- Les écarts sur dette d'entreprise se tendent encore et sont historiquement serrés, signe d'une forte demande et de fondamentaux solides.
- Pondéré des échanges, l'USD s'est déprécié en première quinzaine de septembre avant de rebondir en fin de mois.

Allocation d'actifs : avis actuels

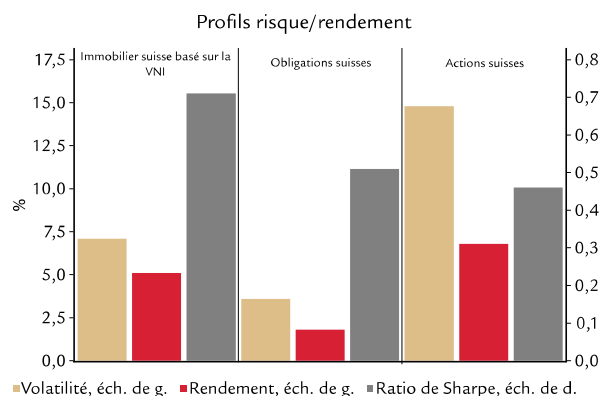
Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	neutre
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Actions mondiales	surpondération

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

- Perspectives de solides résultats et conditions monétaires favorables : nous restons surpondérés sur les actions. Au sein de la classe d'actifs, nous privilégions toujours les marchés émergents en plus des titres américains.
- Nous restons neutres à légèrement surpondérés sur la dette souveraine. Nous préférons l'exposition américaine à l'européenne, la dynamique du rendement obligataire et la politique monétaire étant meilleures outre-Atlantique.
- Les écarts de crédit restent proches de niveaux historiquement tendus. Bien que les rendements globaux soient élevés, nous privilégions toujours la dette souveraine à celle d'entreprise. Le profil risque/rendement du crédit demeure asymétrique, offrant peu de potentiel de hausse en regard de celui de baisse. En revanche, les gains potentiels des actions sont plus attractifs. Nous restons sous-pondérés sur le crédit.
- Nous restons prudents sur l'USD, notamment du point de vue du CHF (voir la section devises de cette publication).

Placements alternatifs et l'immobilier : un plaidoyer

Dans le paysage actuel de l'allocation d'actifs, l'exposition aux produits alternatifs et aux actifs réels progresse constamment. Valorisations élevées, rendements prévisionnels incertains et corrélations changeantes secouent les marchés actions et obligataires classiques. Les acteurs cherchent donc de nouvelles sources de rendement et de diversification. Des alternatives comme le private equity et les hedge funds promettent de meilleurs rendements et un accès à des opportunités en angle mort des bourses. Infrastructure, immobilier, matières premières et métaux fins : autant d'actifs réels susceptibles de se couvrir contre l'inflation. Les deux premiers peuvent également livrer des flux de trésorerie stables à long terme. Dans ce contexte, les fonds immobiliers suisses basés sur la VNI (valeur nette d'inventaire) sont un segment très attractif. Ses atouts ? Mécanismes de valorisation transparents, volatilité relativement faible et flux de revenus constants, avec locataires de haute qualité et baux à long terme. Forte demande institutionnelle, offre aux emplacements « prime » limitée et environnement macroéconomique stable profitent au marché suisse. C'est une ancre résiliente des portefeuilles diversifiés. L'allocation en actifs réels s'aligne aussi sur les mégatendances structurelles : transformation numérique (infrastructure de données), transition énergétique (énergies renouvelables et matériaux critiques) et évolutions démographiques (santé et logement). Si l'illiquidité, la transparence des valorisations et l'accès peuvent constituer un défi, placements alternatifs et actifs réels (y c. immobilier suisse basé sur la VNI) sont davantage prisés pour constituer un portefeuille plus résilient et tourné vers l'avenir.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers, KGAST Immo monthly, SBI AAA-BBB TR, SPI TR, 29.12.2006 – 31.08.2025. Pour les biens immobiliers suisses basés sur la VNI, la volatilité est calculée sur la base d'une série chronologique non lissée afin de mieux refléter le niveau de risque réel.

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.

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 VIIs 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.