

Août 2025

## A retenir

Etats-Unis : les *deals* réduisent l'incertitude, mais augmentent les droits de douane moyens

Zone euro : solide demande intérieure, mais repli de la demande des exportations après leur anticipation

Chine : l'objectif de croissance d'environ 5% est à portée, mais la pression déflationniste reste un défi

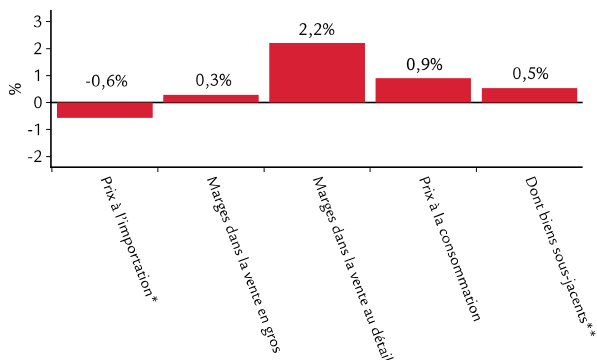
## Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2025		Croissance du PIB 2026		Inflation 2025		Inflation 2026	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	1,5%	1,5%	1,5%	1,7% ↑	3,0%	2,9% ↓	3,5%	2,7% ↓
Zone euro	1,2% ↑	1,1% ↑	1,1%	1,1%	2,0% ↑	2,0%	1,9% ↑	1,8%
Allemagne	0,5% ↑	0,2% ↑	1,4%	1,2%	2,0%	2,1%	2,0%	2,0%
France	0,6%	0,5%	1,2%	0,9%	1,1% ↑	1,0%	1,6% ↑	1,5%
Italie	0,5%	0,6% ↑	0,6%	0,7%	1,6%	1,7% ↓	1,8%	1,6% ↓
Espagne	2,5% ↑	2,4%	1,7%	1,8%	2,6% ↑	2,4% ↑	1,8% ↑	1,9%
Royaume-Uni	1,1%	1,0%	1,2%	1,0%	3,3% ↑	3,2%	2,3% ↑	2,4%
Suisse	1,2% ↓	1,2% ↑	1,7% ↓	1,4%	0,1%	0,2%	0,5%	0,6%
Japon	1,0%	0,8%	0,6%	0,7%	3,1%	3,0% ↑	1,8%	1,7% ↑
Chine	4,8% ↑	4,6% ↑	4,0% ↑	4,2%	0,2% ↓	0,2%	1,0% ↓	0,8%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 10 juillet 2025

## Graphique du mois

Qui paye les droits de douane américains ? Variation d'une sélection d'indicateurs américains entre février et juin 2025



\*Hors droits de douane, \*\*Tous biens confondus, hors aliment., énergie et véhicules. Source: Macrobond, Swiss Life Asset Managers.

Depuis février et le début de la guerre commerciale, les recettes douanières américaines ont quadruplé et représentent 1,1% du PIB. Contre toute attente, les fabricants étrangers n'ont pas fait de concession sur les prix. Les prix américains à l'importation ont peu reculé. On ne sait pas encore quel segment de la chaîne de valeur américaine accusera les coûts douaniers. Les prix à la consommation des biens hors énergie et alimentation largement importés n'ont progressé que de 0,9% depuis février, et les marges ont augmenté. Nous supposons que cela est lié au niveau élevé des stocks, et que les véritables coûts vont frapper en différé sous forme de marges plus faibles et de prix de vente plus élevés.

## Etats-Unis

### Des accords sans croissance

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,5%	2025 : 1,5%
2026 : 1,5%	2026 : 1,7%

La guerre commerciale est le sujet numéro 1 de l'économie américaine. Les *deals* avec l'UE et le Japon traduisent la préférence de l'administration Trump pour une réduction de l'incertitude douanière après des mois de chaos. Nous prévoyons donc la recherche d'autres accords avec les partenaires commerciaux majeurs au 3<sup>e</sup> trimestre, assortis au besoin de prolongations des délais. Même si ces accords réduisent l'incertitude, ils vont faire grimper les taux douaniers moyens sur les importations, car le taux de base des récents *deals* a été relevé de 10% initialement à 15% (Japon, UE) voire 20% (Viêt Nam). Partant, nous tablons toujours sur une faible croissance de l'économie américaine au 2<sup>e</sup> semestre. Au 1<sup>er</sup> semestre déjà, la consommation privée a déçu, marquant le semestre le plus faible depuis la pandémie. Les perspectives d'amélioration restent limitées, surtout si notre prévision d'une hausse des prix se confirme. Toujours sur cette période, l'investissement en construction recule vu la hausse des intérêts hypothécaires. Les baisses de taux directeurs attendues ne seront qu'un pis-aller, car les taux longs déterminants vont rester élevés, selon nous. Les droits de douane devraient en outre peser sur les investissements des entreprises, qui se portaient bien jusque-là. Pour ces raisons, nous maintenons nos prévisions prudentes pour le PIB des Etats-Unis en 2025 et 2026.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 3,0%	2025 : 2,9%
2026 : 3,5%	2026 : 2,7%

Les effets douaniers sur les données d'inflation se sont multipliés en juin. Les prix des biens ont augmenté de 0,6% par rapport à mai, si l'on exclut l'alimentation, l'énergie et les véhicules. Ces derniers ont connu, étonnamment, un nouveau repli des prix en juin. Après quelques mois atones, les prix du tertiaire retrouvent des couleurs en juin. Considérant la demande privée relativement faible et le repli de la pression salariale, cela ne devrait être qu'une aberration passagère.

## Zone euro

### La croissance malgré l'incertitude

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,2%	2025 : 1,1%
2026 : 1,1%	2026 : 1,1%

L'économie européenne a mieux résisté que prévu au 2<sup>e</sup> trimestre. Au lieu de la stagnation attendue, la croissance de l'UEM progresse de 0,1% par rapport au trimestre précédent. Mais le tableau est contrasté selon les pays. Si les économies allemande et italienne se sont contractées, la française et l'espagnole ont crû à un rythme supérieur aux attentes. La contribution positive de la demande intérieure, sauf en France, est réjouissante. En repli de 1,0%, le PIB de l'Irlande signe la plus forte contraction de la zone euro, en raison du recul des exportations pharmaceutiques au 2<sup>e</sup> trimestre. Malgré la grande incertitude persistante, les données disponibles traduisent un début de 3<sup>e</sup> trimestre meilleur qu'attendu. Légère hausse du PMI de l'industrie manufacturière en juin, mais il reste en territoire de contraction. En parallèle, les commandes reculent légèrement, un signe d'une potentielle fin de la demande américaine anticipée. Pour l'heure, il est difficile d'évaluer les effets de la politique commerciale en raison du décalage de publication des données correspondantes. L'accord prévu entre Washington et Bruxelles devrait améliorer la capacité à planifier, mais il ne change rien à notre scénario de référence où la croissance ralentit au 2<sup>e</sup> semestre.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 2,0%	2025 : 2,0%
2026 : 1,9%	2026 : 1,8%

Légère hausse de l'inflation à 2% en juin, d'une part en raison de l'augmentation des prix à la pompe. Cette composante devrait toutefois diminuer en juillet, les prix des carburants ayant reculé en seconde quinzaine du mois. D'autre part, légère hausse de l'inflation des services, en raison de prix plus élevés pour le transport et les activités de loisirs comme les voyages à forfait. L'inflation sous-jacente de juin demeure inchangée, à 2,3%.

## Allemagne

### Tendance haussière minimaliste

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,5%	2025 : 0,2%
2026 : 1,4%	2026 : 1,2%

La consommation des ménages allemands a été solide et, selon le communiqué de presse de l'institut statistique fédéral, de nouveau favorisé la croissance du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre. Malgré la poursuite de livraisons anticipées en prévision de relèvement des taxes douanières, la dynamique exportatrice s'étiole. Le nouvel accord entre l'UE et les Etats-Unis, qui prévoit un taux de base de 15% sur la majorité des exportations allemandes, ainsi qu'un recul des commandes depuis mai vont dans le sens d'un repli de la demande externe. Le secteur tertiaire est néanmoins resté sur une trajectoire de croissance modérée. Même le secteur de la construction se montre optimiste considérant la baisse des taux et le plan pour les infrastructures à venir. Ces améliorations, légères mais généralisées, n'ont toutefois pas encore eu d'effet positif sur le marché du travail : le nombre de demandeurs d'emploi reste quasi constant, alors que celui des postes vacants recule encore. L'évolution attendue des postes disponibles d'après le PMI est également timorée. Un marché du travail solide assouplirait la propension à l'épargne et renforcerait la consommation ainsi que l'économie dans son ensemble. Toutefois, au 2<sup>e</sup> semestre, le poids de deux facteurs entravant les entreprises allemandes devrait faiblir : la politique économique incertaine tétanisante et la demande atone seront tout du moins compensées par le plan de relance de l'Etat fédéral.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 2,0%	2025 : 2,1%
2026 : 2,0%	2026 : 2,0%

L'inflation allemande a atteint la marque des 2% pour la première fois depuis octobre 2024, à la faveur du repli progressif de l'inflation du tertiaire depuis janvier. Même si cela confirme notre avis d'une normalisation durable de l'inflation, celle-ci est freinée par les prix bas de l'énergie, une monnaie forte et une conjoncture timide. Si ces facteurs venaient à évoluer, l'inflation pourrait connaître un regain de dynamisme.

## France

### Signes de reprise conjoncturelle

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,6%	2025 : 0,5%
2026 : 1,2%	2026 : 0,9%

Au 2<sup>e</sup> trimestre, le PIB a progressé de 0,3% par rapport au premier, porté surtout par la constitution de stocks. Avec des ménages qui hésitent à dépenser et le conflit commercial, la consommation intérieure et les exportations nettes sont moroses, et ont pesé sur la croissance selon l'Insee. D'après une enquête publiée par la Banque de France et menée auprès d'environ 8500 entreprises, l'activité se redresse toutefois en juin. Cela se traduit aussi dans la hausse de la consommation. Grâce à l'accord signé avec Washington et à un nouvel assouplissement de la politique monétaire par la BCE, la croissance va accélérer au 2<sup>e</sup> semestre. Outre les enquêtes citées plus haut, les indicateurs avancés de juillet pour les PMI du secondaire et du tertiaire pointent aussi dans cette direction. Le nouveau projet de loi de finances du Premier ministre François Bayrou devrait encore provoquer de sérieux remous politiques après la pause estivale. Les projets de prime abord ambitieux du gouvernement minoritaire se heurtent à la résistance des syndicats et du Parlement. Les marchés financiers ne croient pas non plus à une soudaine disposition globale à la consolidation budgétaire. Depuis l'annonce des projets de budget 2026, la prime de risque sur la dette souveraine française reste quasi inchangée par rapport à l'allemande.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,1%	2025 : 1,0%
2026 : 1,6%	2026 : 1,5%

En France, le taux d'inflation stagne sous 1%. La hausse des prix dans l'hôtellerie constatée en juin s'explique, selon nous, par la forte demande touristique étrangère. Les autres fournisseurs de biens et services n'ont qu'un faible pouvoir de fixation des prix au vu de la frilosité des ménages évoquée plus haut. La baisse des prix à l'importation hors zone dollar et le repli des prix de l'énergie contribuent à l'évolution déflationniste.

## Italie

### Des contributions opposées

Après une belle croissance au 1<sup>er</sup> trimestre (+0,3% vs le T4 2024), le PIB recule de 0,1% au 2<sup>e</sup> trimestre. D'après l'institut statistique national Istat, les exportations nettes sont négatives, tandis que la demande domestique est restée solide. Cela confirme notre scénario de référence : la morosité s'installe au 2<sup>e</sup> trimestre, après l'anticipation des exportations pour éviter les taxes américaines, et la consommation privée en particulier poursuit sa hausse. Ce schéma devrait se répéter au 2<sup>e</sup> semestre, quoique sous une forme atténuée. En juin, les PMI témoignaient d'une situation favorable dans le tertiaire, alors qu'elle était plus mitigée pour l'industrie. Ces indices étaient faibles en juin ; aussi, l'enquête d'Istat auprès des entreprises en juillet dépeint un tableau plus favorable pour le secteur secondaire. Mince au départ, les carnets de commandes vont continuer à se remplir, portés par la demande intérieure. Actuellement, les chiffres des salaires indiquent comme prévu un repli de la pression inflationniste. Dans l'ensemble, nos prévisions pour le PIB et l'inflation demeurent inchangées.

## Espagne

### Au pas de course

Rien n'arrête l'économie espagnole. Au 2<sup>e</sup> trimestre également, la croissance du PIB a dépassé les attentes et progressé de 0,7% par rapport au trimestre précédent. La consommation privée reste le principal moteur, tandis que la dépense publique et le commerce extérieur enregistrent un léger repli. L'Espagne n'en reste pas moins le meilleur élève de la zone euro. Cela tient notamment à la moindre dépendance du pays du commerce extérieur que ses camarades de l'UEM. D'autre part, il profite également d'un solide secteur tertiaire, qui gagne 1,2% au 2<sup>e</sup> trimestre. L'industrie n'est pas en reste et progresse de 0,9%. Cette belle performance économique continue de se traduire par un taux de chômage relativement bas, proche du taux le plus faible record de 2008, tandis que l'immigration dynamise la croissance démographique. La croissance de l'Espagne devrait légèrement ralentir au 2<sup>e</sup> semestre en raison d'un tassement du commerce extérieur. Toutefois, son PIB devrait croître à un rythme bien supérieur à la moyenne européenne.

## Suisse

### Grand 8 pour les exportations

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,2%	2025 : 1,2%
2026 : 1,7%	2026 : 1,4%

Au 1<sup>er</sup> semestre, le commerce extérieur a connu d'authentiques montagnes russes. D'immenses efforts ont été consentis principalement par le secteur pharmaceutique au 1<sup>er</sup> trimestre afin de se prémunir du couperet des taxes douanières. Inévitablement, production et livraison anticipées ont ouvert la voie à un revers au 2<sup>e</sup> trimestre. De plus, l'industrie horlogère se voit exposée à une morosité persistante de la demande. Les données relatives au commerce extérieur disponibles pour le 2<sup>e</sup> trimestre nous amènent à revoir à la baisse nos prévisions de croissance pour le PIB réel. A la clôture de la rédaction, les contours de l'accord avec Washington n'étaient pas connus, rendant d'autant plus incertain le pronostic. Des effets positifs non pris en compte jusqu'ici pourraient bien émaner du championnat d'Europe de football féminin, très suivi. Les villes hôtes de la compétition ont enregistré d'excellents taux de remplissage des hôtels. Comme ailleurs en Europe, la politique monétaire assouplie donne un élan positif au secteur de la construction.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,1%	2025 : 0,2%
2026 : 0,5%	2026 : 0,6%

Juin a marqué dans un premier temps un ralentissement du taux d'inflation. En comparaison annuelle, l'indice suisse des prix à la consommation augmente de 0,1%. Principale raison à cette hausse : l'augmentation des prix des produits saisonniers et des services liés au tourisme dans l'hôtellerie, la location de moyens de transport privé et les voyages à forfait. Nous maintenons notre prévision de taux d'inflation de 0% au 2<sup>e</sup> semestre 2025. Les risques pour nos prévisions à court terme résident dans la météo pluvieuse de juillet, ce qui pourrait renchérir les prix des produits saisonniers, et dans le recul des prix de l'énergie.

## Royaume-Uni

### Une période agitée

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,1%	2025 : 1,0%
2026 : 1,2%	2026 : 1,0%

Le flegme britannique s'arrête là où commence la politique budgétaire. Après que le gouvernement travailliste a été contraint par des parlementaires à annuler certaines réductions de dépenses sociales, la dette publique est ressortie à un niveau plus élevé que prévu en juin. Des remous ont exercé une nouvelle pression sur les gilts et semblent rendre inévitables des hausses d'impôts dans le budget d'automne pour garantir le respect des règles fiscales. Le Labour au pouvoir, autour de la Chancelière de l'Echiquier Rachel Reeves, les a toutefois fortement limitées dans son programme électoral. Rachel Reeves a ainsi promis de renoncer à des hausses d'impôts dans les principales catégories d'impôts comme la TVA et l'impôt sur le revenu. Le débat quant à de potentielles sources de revenus fait rage parmi les économistes, mais toujours aucune fumée blanche n'émane du 11 Downing Street. L'incertitude budgétaire dessert les perspectives de croissance économique à long terme, car elle pourrait freiner l'activité d'investissement des entreprises et la consommation privée. L'économie britannique a cédé du terrain au 2<sup>e</sup> trimestre. Le PIB mensuel s'est également contracté en mai, notamment à cause de la production industrielle, qui s'explique par une certaine inversion de l'anticipation de la demande américaine. Compte tenu de la solide croissance au 1<sup>er</sup> trimestre, cette évolution n'est pas si inquiétante.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 3,3%	2025 : 3,2%
2026 : 2,3%	2026 : 2,4%

En juin, l'inflation s'inscrit à 3,6%, en hausse plus rapide que prévu. Cette surprise à la hausse provient surtout des prix plus élevés des carburants et de l'alimentation. Même les prix des services ont à nouveau légèrement augmenté en juin, ce qui s'explique toutefois par des composantes volatiles comme les prix des billets d'avion et du transport. Nous pensons que l'inflation va être tenace et obstinément supérieure à l'objectif de 2% jusqu'à la fin de l'année.

## Chine

### Objectif de croissance atteint ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 4,8%	2025 : 4,6%
2026 : 4,0%	2026 : 4,2%

Au 2<sup>e</sup> trimestre 2025, l'économie chinoise a progressé de 5,2%, dépassant les attentes. Nous avons donc relevé notre prévision de croissance pour l'année, la portant de 4,5% à 4,8%. Ainsi, la Chine aurait vraisemblablement atteint son objectif de croissance d'environ 5% cette année. Les principaux relais ont été la vigueur du secteur secondaire et des chiffres d'exportation étonnamment solides. La résistance des exportations est particulièrement remarquable, avec une progression de 5,8% en juin, malgré des droits de douane américains supérieurs à 40% sur les produits chinois. La solidité du secteur secondaire souligne le succès de la mutation structurelle chinoise, délaissant l'immobilier pour une stratégie de croissance bien plus axée sur les technologies. Mais il y a un revers à la médaille : la demande intérieure ne tient pas la cadence élevée de la production. En parallèle, le soutien de l'Etat au développement des secteurs des hautes technologies provoque une féroce concurrence parmi les entreprises, mettant les marges sous pression. Il en résulte des prix en baisse. Le déflateur du PIB, illustrant l'évolution des prix de tous les biens produits dans le pays, se trouve en territoire négatif pour le neuvième trimestre de rang. Certes, la croissance chinoise est impressionnante, mais la morosité de la demande intérieure ne livre guère d'élan mondial. A l'inverse, la Chine exporte des biens compétitifs à des prix faibles, alimentant la désinflation mondiale.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,2%	2025 : 0,2%
2026 : 1,0%	2026 : 0,8%

Après quatre mois de repli consécutifs, la croissance annuelle des prix à la consommation est repassée dans le vert, mais reste très faible, à 0,1%. La combinaison simultanée d'une forte production et d'une demande en berne, ainsi qu'une âpre concurrence parmi les entreprises locales poussent celles-ci à baisser les prix. Le gouvernement s'oppose de plus en plus à une concurrence effrénée, mais la pression déflationniste devrait perdurer pour l'heure.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com  
✕ @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
✕ @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife-am.com



**Christoph Lauper**  
**Economist Quantitative Analysis**  
christoph.lauper@swisslife-am.com



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

### 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.

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.

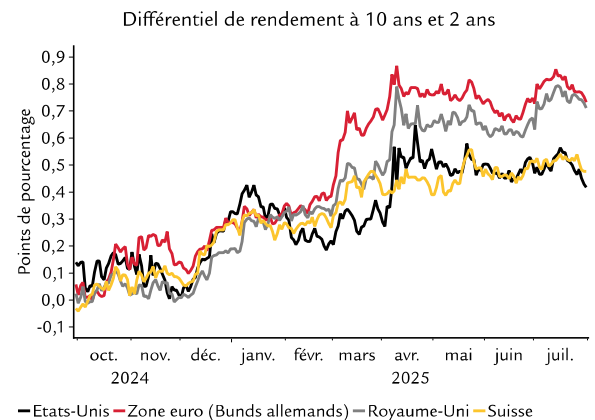
### Royaume-Uni

- 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.

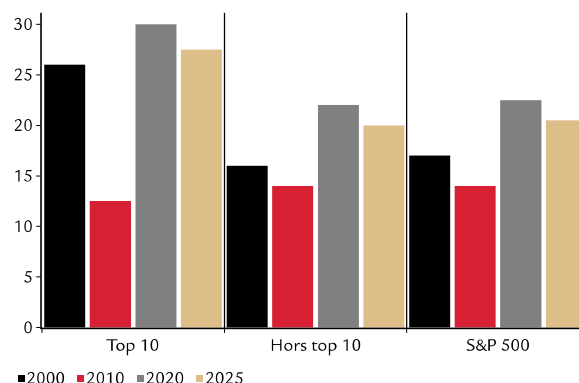
### Marchés émergents

- 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.

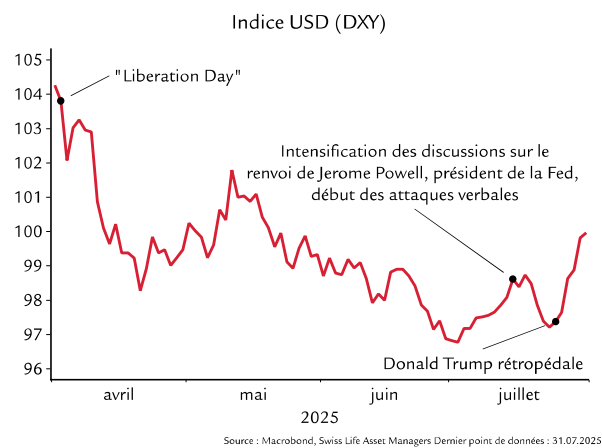
### Suisse

- 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](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 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.