

Perspectives

Conjoncture

Septembre 2025

A retenir

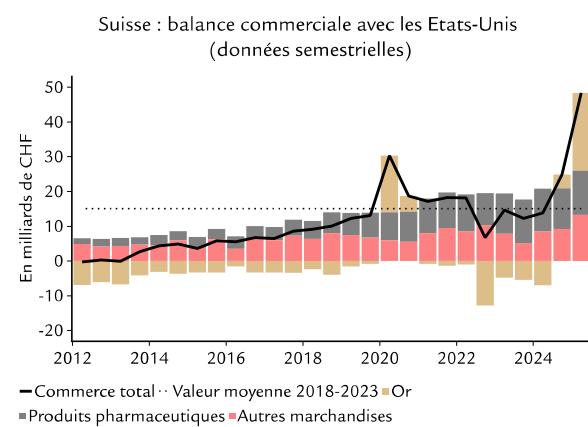
- Etats-Unis : le lent essoufflement du marché du travail devrait inciter la Fed à aller vers des baisses de taux p. 2
- Allemagne : malgré le revers conjoncturel, les indicateurs de tendance poursuivent leur ascension p. 3
- France : une prévision de croissance du PIB comparativement optimiste p. 3
- Suisse : des marges de manœuvre et impacts différenciés face aux droits de douane p. 4
- Royaume-Uni : forte croissance au deuxième trimestre, mais les relais sont plus précaires p. 5
- Chine : l'économie exportatrice est solide, mais la chute des prix et les risques immobiliers pèsent toujours p. 5

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2025		Croissance du PIB 2026		Inflation 2025		Inflation 2026	
	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus
Etats-Unis	1,6% ↑	1,6% ↑	1,5%	1,7%	2,8% ↓	2,8% ↓	3,5%	2,7%
Zone euro	1,2%	1,2% ↑	1,1%	1,1%	2,1% ↑	2,1% ↑	2,0% ↑	1,8%
Allemagne	0,3% ↓	0,3% ↑	1,3% ↓	1,3% ↑	2,0%	2,1%	2,0%	1,9% ↓
France	0,7% ↑	0,6% ↑	1,2%	0,9%	1,1%	1,1% ↑	1,6%	1,5%
Italie	0,5%	0,5% ↓	0,6%	0,7%	1,6%	1,7%	1,8%	1,7% ↑
Espagne	2,5%	2,5% ↑	1,7%	1,9% ↑	2,6%	2,4%	1,8%	1,9%
Royaume-Uni	1,2% ↑	1,0%	1,2%	1,0%	3,3%	3,3% ↑	2,3%	2,5% ↑
Suisse	1,2%	1,1% ↓	1,1% ↓	1,3% ↓	0,2% ↑	0,2%	0,5%	0,5% ↓
Chine	4,8%	4,8% ↑	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, 11 août 2025

Graphique du mois



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 06/2025

Washington justifie sa politique douanière par sa balance commerciale avec le reste du monde. Certes, la Suisse affiche un important excédent commercial vis-à-vis des Etats-Unis. Cela étant, il existe des phases très récentes où le solde est équilibré. Lors des deux derniers semestres, les exportations de produits pharmaceutiques et d'or l'ont fortement gonflé. Au premier semestre 2025, ces deux catégories de produits représentent 75% de l'excédent élevé. Si les fortes exportations de ces biens ont été anticipées pour éviter les droits de douane, une normalisation pour revenir aux soldes de 2018 à 2023 est attendue.

Etats-Unis

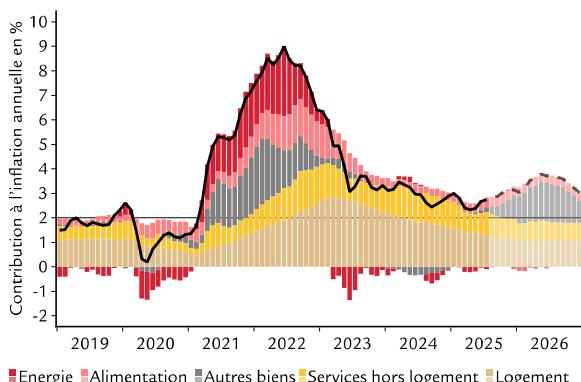
Taxes partout, effet nulle part

Mais où sont donc les coûts des droits de douane américains ? Il reste difficile de répondre à cette question. A l'instar des mois précédents, les données de juin n'ont pas plus donné d'indices sur la disposition des exportateurs mondiaux à faire des concessions sur les prix, ou sur l'érosion des marges des grossistes et détaillants américains. Certes, les prix à la consommation ont progressé en juillet, mais la plus forte hausse touche le tertiaire, qui n'est pas directement concerné. Pourtant, l'inflation a augmenté aussi pour les biens hors énergie, alimentation et véhicules. Nous prévoyons toujours une hausse sensible mais temporaire de l'inflation ces prochains mois en raison des taxes douanières (voir graphique).

Le repli de l'emploi, source de baisses de taux

La Fed est ainsi dans une situation inconfortable. Son président, Jerome Powell, juge certes aussi que l'inflation liée aux droits de douane est temporaire, mais la forte inflation sous-jacente (3,1% en juillet) ne suggère aucun assouplissement de la politique monétaire. En parallèle, la pression politique à baisser les taux est immense. La faible croissance économique associée à la dégradation sur le front de l'emploi pourrait aussi justifier une politique monétaire légèrement moins restrictive. Faible en juillet, la croissance de l'emploi a aussi été nettement revue à la baisse pour les mois précédents. Le taux de chômage reste certes stable par rapport à l'année dernière, à 4,2%, mais de nombreux autres indicateurs témoignent de la difficulté croissante à trouver un emploi. Autre conséquence, la pression salariale a légèrement reflué. Globalement, nous estimons que le ralentissement conjoncturel va faire augmenter le chômage et poussera la Fed à réduire ses taux à plusieurs reprises, malgré une inflation supérieure à sa cible.

Etats-Unis : contributions à l'inflation globale, y c. nos prévisions



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12/2026

Zone euro

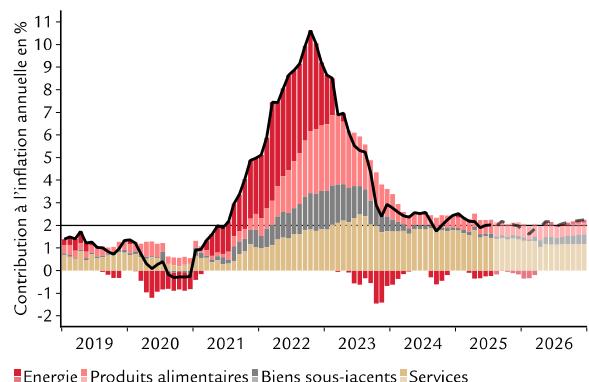
Pression salariale en repli

Bien que le taux de chômage stagne toujours aux niveaux les plus bas dans les différents pays de la zone euro, divers indicateurs témoignent d'un marché du travail européen qui se tend. D'une part, la hausse des salaires semble s'être stabilisée voire afficher un léger recul. Certes, les données salariales sont publiées avec un décalage important, mais un nouveau repli de la rémunération par employé au 1^{er} trimestre se profile. L'outil de suivi des salaires de la BCE, un indicateur actuel, confirme cette tendance au 2^e trimestre également et indique un net ralentissement de la hausse des salaires. D'autre part, le taux d'offres d'emploi en zone euro recule depuis quelques trimestres. La composante emploi du PMI de l'industrie a de nouveau ralenti en août après un bref rebond un juillet. En revanche, le secteur tertiaire a meilleure allure. La baisse de la pénurie sur le marché du travail est une évolution bienvenue du point de vue de l'inflation. La convergence des dynamiques des différents marchés de l'UEM devrait faciliter quelque peu la tâche de la BCE.

L'inflation oscille autour de 2%

L'inflation globale dans la zone euro reste à peine supérieure à l'objectif de 2%. Nous pensons qu'elle continuera de tutoyer ce niveau ces prochains mois. Outre la pression salariale en repli, le transfert des exportations chinoises depuis les Etats-Unis vers la zone euro aura un effet déflationniste, contrant la pression inflationniste durable observée dans les prix des services. Lors de sa dernière conférence de presse, la BCE a indiqué que les obstacles à de nouvelles baisses de taux sont plus élevés que prévu. Par conséquent, nous n'attendons pas d'autres abaissements.

Zone euro : contributions à l'inflation globale, y. c. nos prévisions



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12/2026

Allemagne

Entre revers et confiance

Il ressort de la dernière révision du PIB allemand pour le 2^e trimestre un repli plus fort qu'estimé, annihilant la croissance générée au 1^{er} trimestre. Côté production, le repli est général, avec notamment en juin le recul des exportations anticipées. Le secteur de la construction a également connu un coup d'arrêt, mais qui est à relativiser. En effet, une partie s'explique par un solide 1^{er} trimestre en raison de la météo.

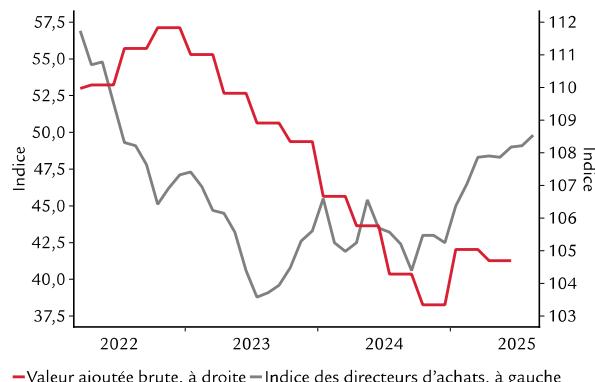
Tandis que les mois derniers, les exportations souffraient et que la conjoncture intérieure était solide, la demande domestique affiche quelques faiblesses désormais. L'investissement des entreprises en particulier est en net recul. Ce dernier étant en principe un indicateur avancé, c'est un mauvais signal, même si d'expérience, les investissements sont volatils. En parallèle, les dépenses publiques ont baissé au 1^{er} semestre 2025, car le budget fédéral provisoire n'autorisait aucune incitation.

Le repli conjoncturel était certes attendu dans une certaine mesure, mais il vient contredire les indicateurs de tendance tels que l'indice ifo du climat des affaires et le PMI, en hausse depuis le début d'année. Dans l'industrie manufacturière, ce dernier signe son plus haut en trois ans, bien que la production reste proche de son plus bas.

Inflation stable, salaires en hausse

Alors que l'IPC est stable à 2,0%, le déflateur du PIB, illustrant l'évolution des prix de l'ensemble de la production économique, atteint 2,8% au 2^e trimestre par rapport au même trimestre de l'année précédente. Les salaires bruts augmentent en parallèle de 4,7%, signe d'une réduction des marges. Ces douze prochains mois, la hausse des salaires devrait ralentir, et avec elle la pression inflationniste.

Allemagne, industrie manufacturière : valeur ajoutée brute et PMI



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

France

L'essor à bas bruit se poursuit

Cet été, la timide embellie semble s'être raffermie. La Banque de France prévoit une croissance du PIB au 3^e trimestre également, de 0,3% par rapport à au trimestre précédent.

Il serait important que la qualité de la croissance s'améliore, par une contribution plus durable de la demande des ménages. Au 2^e trimestre, la conjoncture a été portée par la constitution de stocks. Au début du 3^e trimestre, les valeurs du PMI tant industriel que des services pointent vers le haut, le premier cité ayant atteint son plus haut niveau depuis janvier 2023. L'assouplissement de la politique monétaire porte la conjoncture intérieure européenne. Ainsi, la hausse du nombre de permis de construire octroyés a permis à l'activité de construction de progresser. Le plan d'économies annoncé il y a quelques semaines par le gouvernement va toutefois devoir passer l'épreuve de la rue et du Parlement en septembre. La mobilisation des oppositions va-t-elle entraîner une grève générale paralysant l'économie ? Les prochains jours et le vote de confiance du 8 septembre y répondront.

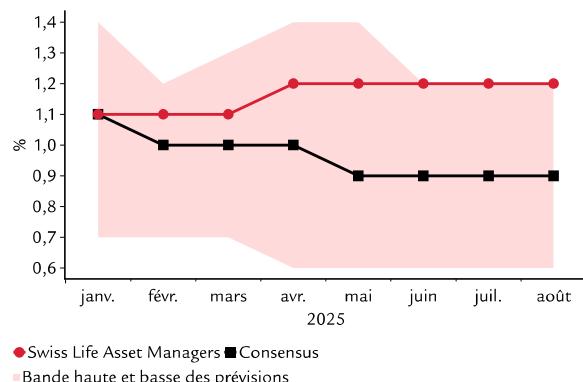
Notre prévision de croissance reste pour l'heure optimiste comparée à celle des autres instituts. Le graphique ci-dessous révèle que notre estimation pour 2026 est la plus élevée de celles contribuant à l'enquête de Consensus Economics.

Un taux d'inflation inférieur à la moyenne de l'UEM

En juillet également, le taux d'inflation en France, à 0,9%, s'inscrivait à moins de la moitié de celui de l'ensemble de la zone euro. Parmi les grands pays membres, l'hexagone affiche le taux le plus faible. Nous supposons qu'il en sera de même en 2026.

Depuis quelques mois, les prévisions d'inflation à long terme des ménages et des investisseurs sont solidement ancrées au niveau de la cible de 2% de la BCE.

France : les prévisions de la croissance du PIB pour 2026



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

Italie

Après l'été, le temps des comptes

A en croire les médias, les plages italiens étaient « vides » cet été. Les chiffres définitifs ne sont pas encore disponibles, car le pic de la saison touristique, tout du moins pour les vacanciers italiens, se situe autour du 15 août, à l'occasion du Ferragosto. Toutefois, jusqu'au mois de juin inclus, les données disponibles pour l'ensemble du pays ne révèlent aucun creux touristique. Certes, les nuitées des touristes italiens depuis 20 ans évoluent entre 16 et 18 millions par mois (ajustées des variations saisonnières) et ont stagné au 1^{er} semestre 2025 par rapport à l'année précédente. En revanche et sur la même période, les nuitées des touristes étrangers sont passées de 12 à 22 millions par mois. Par rapport à 2024, le 1^{er} semestre 2025 enregistre une hausse de 6,3%. En dehors du tourisme, les chiffres d'activité de juin sont plutôt faibles. Cependant, le début du 3^e trimestre 2025 semble réussi selon les PMI. Le moral de l'industrie quant à la future marche des affaires s'améliore nettement, même si les carnets commandes restent minces. Le secteur tertiaire affiche toujours une belle santé et des perspectives réjouissantes.

Espagne

L'immigration, pilier de la croissance

La forte immigration reste l'un des relais de croissance majeurs de l'économie espagnole, qui progresse toujours à rythme bien supérieur à la moyenne européenne. Comparée aux autres pays du Vieux Continent, l'Espagne affiche une part élevée de personnes immigrées d'Amérique latine. Rien de surprenant à cela considérant la proximité linguistique et culturelle. Le taux d'actifs parmi les immigrés compte parmi les plus élevés de l'UE, et ces actifs contribuent de manière prépondérante à la croissance de l'emploi. D'une part, la population immigrée a permis de réduire la pénurie de main-d'œuvre. Toutefois, les enquêtes auprès des entreprises comme le PMI indiquent que les difficultés de recrutement restent bien plus marquées que la moyenne européenne. Le secteur du tourisme en particulier, pilier de l'économie, manque toujours cruellement de personnel. D'autre part, les immigrés contribuent de manière déterminante à la croissance du PIB en tant que consommateurs. Ce cercle vertueux entre fort taux d'actifs et consommation devrait continuer à porter la hausse du PIB.

Suisse

« Swiss Made » : le coup de marteau douanier

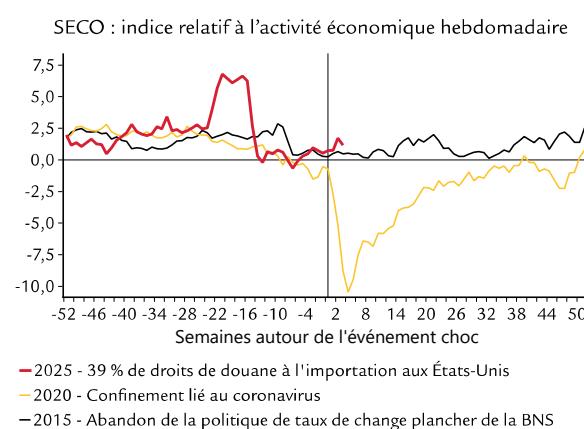
Sur le marché américain, de larges pans de l'industrie suisse ne jouent pas à armes égales avec les concurrents européens et japonais. Washington a infligé à Berne des droits de douane supplémentaires de 24 points de pourcentage.

Nous différencions cinq niveaux d'impact pour les exportateurs suisses. Les plus touchés sont les fournisseurs de produits pour lesquels le fameux label suisse constitue un argument clé de vente. Parmi eux figure l'industrie horlogère. A l'autre extrémité du spectre, on trouve des leaders mondiaux de produits de niche haut de gamme et à la faible concurrence internationale. Ces entreprises sont en mesure de répercuter les droits de douane sur leurs clients aux Etats-Unis. En outre, elles ont la possibilité de délocaliser leur production si le désavantage douanier persistait. Entre les deux figurent des fabricants ayant à moyen terme le temps d'organiser la délocalisation, ou le choix de quitter le marché américain. Notre prévision révisée tient compte de ces marges de manœuvre et du temps nécessaire pour mettre en œuvre les adaptations. Nous tenons comme acquises les taxes annoncées. Si la Suisse obtient un traitement moins défavorable, il faudra adapter la prévision.

L'indice à haute fréquence relatif à l'activité économique hebdomadaire du Secrétariat d'Etat à l'économie SECO est tout indiqué pour observer la dynamique conjoncturelle. Son évolution au 2^e semestre 2025 devrait se situer légèrement en dessous de la ligne noire.

Le marché du travail pousse à la déflation

Plus l'économie d'exportation suisse sera désavantagée longtemps face à la concurrence, plus l'incitation à l'externalisation de la production sera forte. Cette évolution a des conséquences négatives sur le marché du travail et renforcerait, au fil du temps, la désinflation.



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

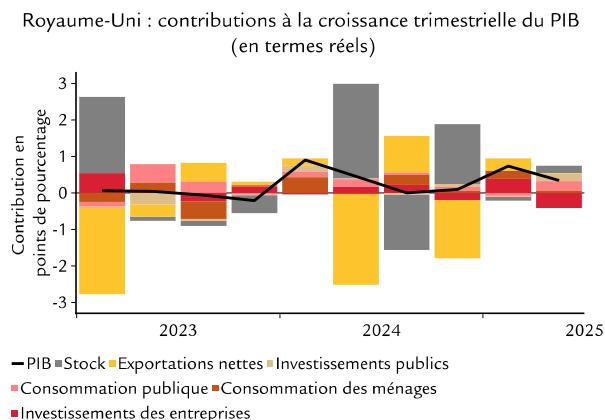
Royaume-Uni

Seule la dépense publique a la forme

Bonne surprise du PIB britannique au 2^e trimestre avec une croissance de 0,3%, plus forte que prévu. L'explication tient notamment en un très bon mois de juin (+0,4%) qui a pu compenser l'anémie des mois d'avril et de mai. En outre, un stimulus public a eu un effet différé sur l'évolution favorable, qui semble attribuable aux mesures présentées avec le budget d'automne en octobre dernier. Toutefois, les détails révèlent un tableau bien plus sombre pour le secteur privé. Les dépenses des ménages n'ont progressé que de 0,1%, alors que les investissements des entreprises ont reculé de 4% – probablement un retour du balancier de la forte évolution observée au 1^{er} trimestre. Il en ressort une configuration précaire pour la croissance. Le soutien de l'Etat ne devrait pas durer, ce que montrent déjà les données de la dépense publique de juin, en repli. Aux troisième et quatrième trimestres, nous prévoyons donc une inversion de la dynamique de croissance : c'est pourquoi nous avons légèrement abaissé la prévision de croissance trimestrielle pour ces deux périodes. Les indicateurs avancés comme le PMI de l'industrie esquissent les premiers traits de ce futur tableau. Après un bref rebond en juillet, l'indice a à nouveau cédé du terrain en août.

Les prix alimentaires restent centraux

L'inflation globale a encore augmenté en juillet, portée par une nouvelle hausse des prix des services. Volatils, les prix des billets d'avion constituent l'essentiel de cette augmentation. Tandis que la Banque d'Angleterre ignorera probablement la pression inflationniste liée aux transports, elle s'intéresse de plus en plus aux prix alimentaires. Ceux-ci sont en hausse pour un deuxième mois de rang, et avec la pression des prix dans le tertiaire, ce cocktail reste inquiétant pour elle.



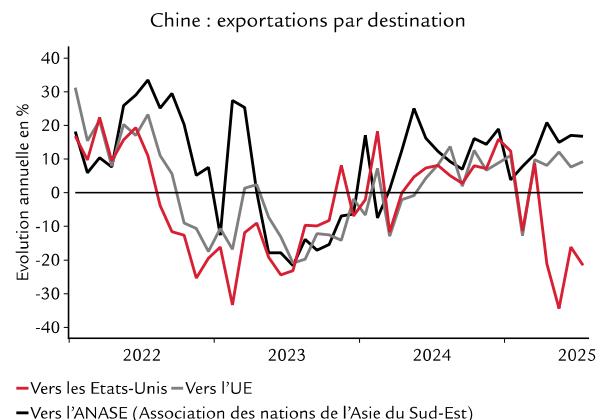
Chine

Un nouveau répit

En comparaison avec la rhétorique belliqueuse de Washington à l'égard de Pékin lors des premiers mois du mandat de Donald Trump, le ton s'est nettement adouci. Le délai de négociation des droits de douane qui arrivait à échéance mi-août a été prolongé de 90 jours supplémentaires. Le 9 novembre sera donc la prochaine date fatidique. Certes, les potentielles sources de conflit entre les deux pays ne manquent pas – de la restriction des exportations au déficit commercial américain en passant par la politique industrielle chinoise et les secteurs clés subventionnés par l'Etat. Actuellement, trouver des solutions plutôt que laisser le conflit s'envenimer semble toutefois l'emporter. La Chine est frappée par un taux massue de 40%, mais elle se montre remarquablement résistante, en témoignent les exportations en hausse de plus de 7% en juillet. La réorientation des flux de marchandises pour contourner les droits de douane est un facteur de cette solidité. Toutefois, cet effet devrait s'estomper sitôt que les taxes frapperont ces chemins détournés. La diversification géographique des partenaires commerciaux a également un effet stabilisateur. Le marché immobilier commence à faire un retour remarqué sur le devant de la scène. Après plusieurs mois d'une demande stable, de nouveaux replis des ventes et des prix se font jour. Si la tendance perdurait, le gouvernement devrait se pencher de manière plus sérieuse sur la question.

L'anti-involution n'arrêtera pas la chute des prix

En juillet, l'inflation chinoise s'est inscrite à 0%. Une offre excédentaire, une demande faible et une forte concurrence l'expliquent. Le gouvernement a annoncé une campagne « anti-involution » pour contrecarrer la chute des prix. Toutefois, son effet devrait être limité à quelques secteurs spécifiques et plutôt marginal, car intervenir en force sur les surcapacités industrielles, c'est courir le risque d'une hausse du chômage.



Perspectives

Marchés financiers

Septembre 2025

Taux d'intérêt et obligations

Raidissement et normalisation des courbes

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
Zone euro	2,7%	-1 pb	32 pb	84 pb	5 pb
UK	4,7%	13 pb	14 pb	92 pb	-1 pb
CH	0,2%	-10 pb	-3 pb	72 pb	0 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.

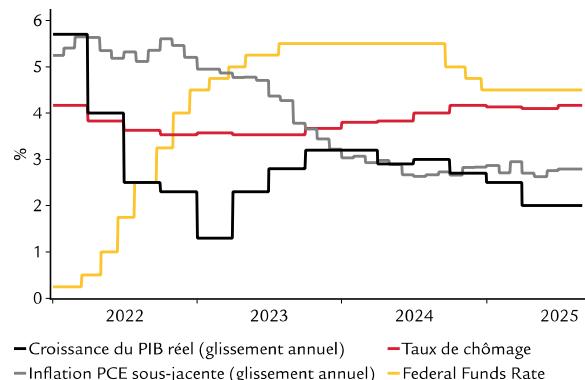
Suisse

- 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 Sahm » 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 bénéfices, 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'allocution 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 dégagent 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 bénéfices. 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 bénéfices	Croissance des ventes	Surprise des bénéfices	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

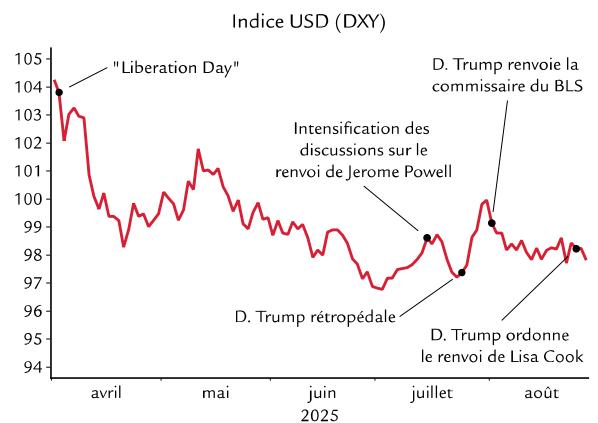
- Légère dépréciation du CHF face à l'EUR en août, la perspective de croissance suisse se dégradant fortement après l'annonce de taxes américaines de 39%.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF.

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 assombrira 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 creuser. 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.



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 bénéfices 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

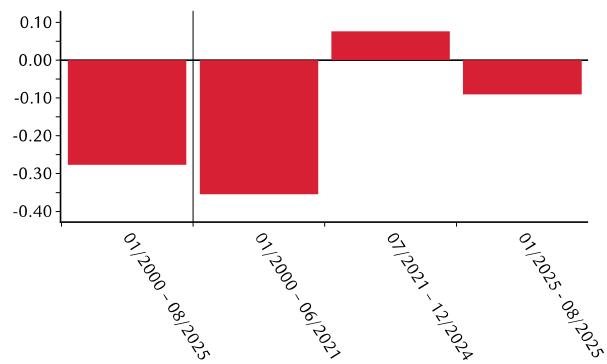
* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- 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'euro-péenne : 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.

Corrélation entre les rendements de dette souveraine et des actions américaines



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Dernier point de données : 27/08/2025

A la lumière du tournant de politique de la Fed, nous envisageons de plus en plus la dette souveraine comme un contrepoids 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.