

Novembre/décembre 2025

Taux d'intérêt et obligations

Retour de la volatilité des écarts

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Oct. 2025*	Year-to-date*	Actuel	Oct. 2025*	Year-to-date*
US	4,1%	-5 pb	-47 pb	76 pb	2 pb	-4 pb
Zone euro	2,6%	-7 pb	28 pb	76 pb	-3 pb	-26 pb
UK	4,4%	-28 pb	-14 pb	83 pb	-3 pb	-13 pb
CH	0,1%	-6 pb	-15 pb	77 pb	1 pb	8 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 30 octobre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Repli des rendements des T-Bonds en octobre, avant un rebond à l'issue de la réunion du FOMC conclue sur une note offensive. Les crédits IG et noté BB ont surperformé les notations B et CCC.
- Comme prévu, la Fed a baissé son taux directeur de 25 pb en octobre. Malgré le ton offensif affiché lors de la conférence de presse, nous prévoyons une autre baisse en décembre. Nous en attendons deux autres en 2026, amenant la limite inférieure du taux cible des fonds fédéraux à 3,0%.

Zone euro

- Evolution des rendements obligataires souverains et écarts de crédit similaire à l'américaine. Aplatissement de la courbe et surperformance de la dette d'entreprise mieux notée.
- La BCE reste attentiste : nous ne prévoyons pas d'autres baisses de taux en 2025 ou en 2026.

Royaume-Uni

- L'inflation est ressortie inférieure aux prévisions du consensus, et les gilts à 10 ans en léger repli. Net resserrement des écarts IG britanniques.
- La Banque d'Angleterre devrait réduire ses taux en décembre, puis à deux reprises en 2026.

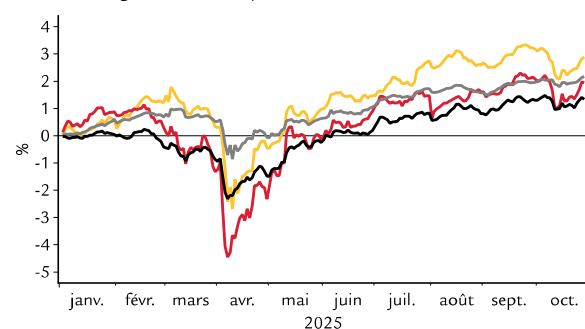
Suisse

- Stabilité voire léger creusement des écarts IG. Recul du rendement des emprunts d'Etat à 10 ans. L'inflation devrait rester dans la fourchette cible de la BNS.
- Pas de baisse de taux à l'horizon, la BNS posant une condition exigeante pour revenir en territoire négatif.

Rendement total du crédit positif malgré les tensions

En octobre, de nouvelles inquiétudes quant à une potentielle escalade du conflit commercial sino-américain ont pesé sur le crédit *investment grade* (IG) et *high yield* (HY) – en EUR comme en USD. D. Trump a brandi la menace d'une forte hausse des *tariffs*, arguant du récent contrôle chinois des exportations de terres rares. La frénésie d'accords et partenariats dans l'IA, alimentant le risque d'une bulle, et des signes de tensions sur le crédit de banques régionales américaines ont ajouté aux troubles. Toutefois, ces pressions ont été en partie effacées par l'adoption d'un ton commercial conciliant et des résultats du T3 largement positifs. Fait notable, la volatilité du HY en USD liée aux *tariffs* a connu trois pics en 2025 : le 2 avril (*Liberation Day*), en août (droits de douane réciproques de 10% à 50%) et en octobre. A chaque fois, la classe d'actifs s'est vite reprise, portée par des fondamentaux et facteurs techniques solides, les investisseurs tirant profit de la baisse. Ainsi, les rendements excédentaires (IG et HY) – c.-à-d. les rendements supérieurs à ceux de titres souverains similaires – sont clairement positifs en 2025. Pour novembre, nous maintenons notre avis neutre sur l'IG et le HY, en EUR et en USD. Sur la durée, nous sommes baissiers sur les T-Bonds à 10 ans, mais neutres sur les taux à 2 ans. Notre avis est également neutre sur les rendements de la dette souveraine dans l'UEM et en Suisse.

Obligations d'entreprise : rendements excédentaires



— Index investment grade USD — Index high yield USD
— Index investment grade EUR — Index high yield EUR

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Dernier point de données : 28/10/2025

Actions

Un rally sans répit

Marchés régionaux des actions	Oct. 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	2,0%	16,9%
Zone euro	3,0%	21,1%
Royaume-Uni	4,7%	23,0%
Suisse	2,0%	8,9%
Marchés émergents	4,9%	33,8%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 30 octobre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- L'imperturbable marché haussier a continué en octobre, porté par les prévisions de baisses de taux et d'excellents résultats trimestriels jusqu'ici.
- Les vedettes de l'IA ont considérablement musclé leurs investissements. A elle seule, OpenAI a signé des contrats de plus de 1000 mia. USD (voir détail ci-contre).
- La valorisation des actions américaines est très élevée, surtout à l'aune du cash-flow. Toutefois, solides résultats et baisse des taux sont porteurs.

Zone euro

- D'abord moins en vue, les actions européennes signent une performance quasi similaire aux américaines. Certains analystes sont devenus haussiers.
- Les résultats trimestriels ont légèrement surpris à la hausse, mais la croissance est très faible vs le T3 2024.
- Même ce marché est désormais valorisé au-delà des moyennes historiques.

Royaume-Uni

- Mois solide pour le marché britannique, et c'est le deuxième meilleur marché régional depuis janvier.
- Il profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

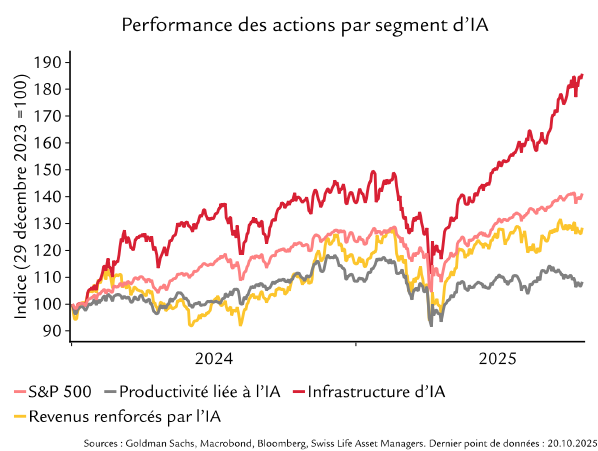
- Le marché suisse a sous-performé en octobre après une seconde quinzaine atone.
- Les annonces de restructuration par Nestlé ont fait grimper le cours de l'action, alors que les résultats de Roche n'ont pas reçu un bon accueil.

Marchés émergents

- Encore un excellent mois pour les ME. 2025 est la meilleure année pour le marché actions des ME depuis 2009 par rapport à l'américain.
- Le marché sud-coréen signe presque +15%, et l'Inde surperforme aussi après un important passage à vide. La victoire du parti de J. Milei aux législatives a porté le rebond argentin.

Flambée de l'IA : quelques réflexions

Les actions de l'IA s'envolent en 2025 : +80% pour l'AI Leaders Basket de Goldman Sachs, malgré une vive correction plus tôt dans l'année. Les valorisations sont élevées, avec un ratio C/B de 48 et un ratio cours/chiffre d'affaires de 8,5 (vs 3,4 pour le S&P 500), et un rendement des flux de trésorerie disponibles d'à peine 1,1% (vs 2,5%). Toutefois, le RoE est solide à 34%, près de deux fois la moyenne du marché. OpenAI a annoncé plus de 1000 mia. USD d'investissements, malgré des revenus 2025 attendus à 13 mia. et des pertes supérieures à 8 mia. Ces investissements sont de plus en plus en circuit fermé : OpenAI achète du matériel à AMD, Nvidia et Broadcom, qui investissent à leur tour dans OpenAI. Un schéma qui n'est pas sans rappeler la crise de la bulle Internet. Tous les segments de l'IA ne sont pas logés à la même enseigne : ceux axés sur les gains d'efficacité ou sur la monétisation via des technologies reposant sur l'IA sous-performent en moyenne par rapport au S&P 500 (voir graphique).



Les grandes questions sur l'IA sont légion. En voici une sélection, ainsi que notre avis : 1. La stratégie de maximisation de la puissance de calcul disponible est-elle optimale ? *Probablement pas*. 2. Le quasi-monopole américain tiendra-t-il ou la Chine va-t-elle devenir un acteur majeur avec DeepSeek ? *Pékin est bien placée pour jouer un rôle plus important*. 3. Selon une récente étude, 95% des entreprises ne gagnent pas d'argent en utilisant l'IA. Quelle probabilité cela a-t-il de changer ? *Cette situation devrait s'améliorer, dans une certaine mesure*. 4. L'IA va-t-elle créer des gains d'efficacité ou aussi de nouveaux modèles d'affaires ? *Sûrement les deux, et nous l'espérons*. Pour l'instant, nous ne pensons pas que le boom de l'IA s'arrêtera brusquement, car la Fed réduit ses taux et les résultats trimestriels restent solides.

Devises

Le temps d'une pause

	Oct. 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	-1,4%	11,7%	↗
EUR/CHF	-0,8%	-1,3%	→
GBP/USD	-2,2%	5,1%	↗
USD/JPY	4,2%	-2,0%	↘

* Variation au 30 octobre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- L'USD se raffermi encore en octobre, gagnant environ 1,8%, pondéré des échanges. Fin octobre, le billet vert a profité du ton offensif de J. Powell après la réunion de la Fed.
- Nous restons sur un nouveau repli de l'USD, le mix croissance-inflation restant défavorable. Le marché se concentre sur les différentiels de taux d'intérêt réels. De plus, la pression politique sur la Fed devrait rester forte et pourrait miner la confiance des investisseurs dans le billet vert.

Zone euro

- Pondéré des échanges, l'EUR est resté neutre en octobre, mais a cédé du terrain à la plupart des grandes devises européennes, hormis la GBP, au vu des troubles politiques en France.
- Nous réitérons notre avis positif sur la paire EUR/USD et neutre sur la paire EUR/CHF.

Royaume-Uni

- Nouveau repli de la paire GBP/USD. L'inflation de septembre, plus faible que prévu, a conduit le marché à anticiper un assouplissement monétaire plus poussé. Il converge avec notre prévision de trois autres baisses de taux d'ici mi-2026.
- Nous réitérons notre avis neutre sur la paire EUR/GBP, et positif sur la paire GBP/USD.

Suisse

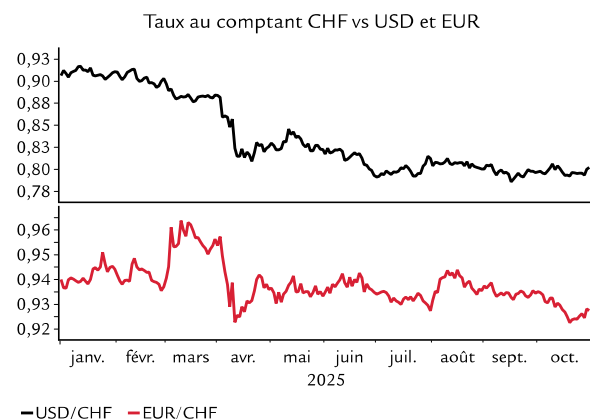
- Repli de la paire EUR/CHF jusqu'en milieu de mois, sur fond de remous politiques en Europe. En seconde quinzaine, les yeux se sont tournés vers l'amélioration des perspectives économiques de l'UEM.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF et sommes négatifs sur la paire USD/CHF.

Japon

- A l'heure où nous rédigeons, le JPY cédait plus de 3% en octobre, pondéré des échanges.
- Dans la logique de notre prévision d'un USD plus faible, la paire USD/JPY devrait reculer jusqu'en fin d'année.

Le franc suisse impassible

Le CHF se stabilise face à l'USD en octobre, et s'apprécie face à l'EUR. Cela tient plus à la faiblesse de l'EUR qu'à la vigueur du CHF, l'agitation politique française cristallisant l'attention. Les données économiques ont participé à cette dynamique. Dans l'UEM, les bonnes surprises ont tourné court en première quinzaine d'octobre, avant un rebond porté notamment par la bonne surprise des PMI. La conjoncture helvète s'est pour sa part dégradée en raison de « l'écart douanier » que connaît la Suisse par rapport à d'autres pays. Ses exportations vers les Etats-Unis sont frappées de *tariffs* de 39%, contre seulement 15% pour celles de l'UE. Les produits pharmaceutiques sont pour l'heure exemptés, offrant un certain répit. Pour la suite, nous prévoyons une croissance faible mais stable et une inflation stationnaire pour les deux économies. Nous n'attendons pas non plus de mouvement ni côté BCE, ni côté BNS : nous sommes donc neutres sur la paire EUR/CHF en novembre. Malgré un vent économique contraire, le statut de valeur refuge du CHF reste intact, surtout face à l'USD. A noter que la devise helvète a repris du terrain au billet vert après l'annonce du choc douanier de 39%. En théorie, le CHF aurait dû reculer considérant l'impact économique négatif des taxes. Un accord commercial entre Berne et Washington semble improbable à court terme. Mais la visite de D. Trump attendue au Forum économique mondial à Davos en janvier pourrait être une occasion de dialoguer. D'ici là, nous maintenons notre prévision d'une nouvelle hausse du CHF face à l'USD, surtout du fait des différentiels de taux d'intérêt réels et de la crise de confiance persistante (voir ci-contre).



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 30/10/2025

Allocation d'actifs

Croissance et résilience : jeu d'équilibre

Synthèse

- Bond des marchés actions mondiaux en octobre, plusieurs indices phares battant des records. Et ce même avec le *shutdown* version 2025 entamant sa quatrième semaine. La résilience de l'économie américaine face à cette paralysie et le recul des craintes de récession ont renforcé la confiance. Très bref repli des actions après de nouvelles tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine.
- Les rendements des T-Bonds ont poursuivi leur baisse, avant un certain regain de forme après la réunion du FOMC le 29 octobre, au cours de laquelle le président de la Fed a accompagné la baisse attendue des taux directeurs d'un commentaire restrictive concernant l'évolution future des taux.
- Baisse du rendement de la dette souveraine suisse et allemande, avec néanmoins un léger rebond en fin de mois.
- Volatilité des écarts de crédit d'entreprise, mais seulement en léger creusement dans l'ensemble, alors que l'USD affiche des signes de timide appréciation.

Allocation d'actifs : avis actuels

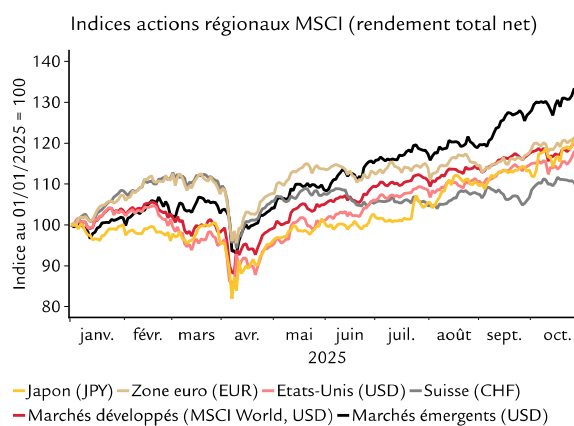
Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	surpondération
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Actions mondiales	surpondération

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

- Perspectives de solides résultats et conditions monétaires favorables car la Fed a entamé son cycle de baisse. Nous restons donc surpondérés sur les actions. Au sein de la classe d'actifs, nous privilégions les marchés émergents en plus des titres américains.
- Légère surpondération maintenue sur la dette souveraine. Nous préférons l'exposition américaine à l'européenne, à la dynamique de rendement et à la politique monétaire plus séduisantes.
- Les écarts de crédit restent proches de niveaux historiquement serrés. Bien que les rendements globaux soient élevés, nous privilégions toujours la dette souveraine à l'exposition au crédit. Le profil risque/rendement du crédit est asymétrique et offre peu de potentiel de hausse en regard de celui de baisse, d'où notre sous-pondération.
- Nous restons prudents sur l'USD, surtout du point de vue du CHF, considérant la crise de confiance persistante dans les institutions américaines et la politique monétaire plus souple.

Maîtriser la croissance grâce aux ME

Les marchés mondiaux entrent dans une phase où l'exposition sélective à la croissance devient de plus en plus clé dans la construction de portefeuille. Si la croissance mondiale reste timide, repli de l'inflation et perspective d'assouplissement par la Fed créent un environnement propice aux actifs risqués. Dans nos stratégies multi-asset, cela favorise une inclinaison modérée vers les segments orientés croissance, les actions des marchés émergents (ME) en particulier. Leurs valorisations restent attrayantes et leurs fondamentaux s'améliorent progressivement.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 30/10/2025

Notre surpondération de l'ensemble des ME le souligne. De nombreuses économies profitent de l'assouplissement monétaire antérieur, et les conditions externes sont plus favorables. En effet, l'USD recule, les rendements des obligations se tassent et l'appétence au risque croît. L'inflation continue de refluer grâce à des devises locales plus fortes et l'afflux de biens chinois bon marché. C'est un facteur de désinflation dans plusieurs pays émergents. En parallèle, l'impact négatif prévu des taxes douanières s'est avéré plutôt modéré, les exportations d'un grand nombre de ME affichant une croissance solide en glissement annuel. Dans ce cadre, la Chine se distingue par sa résilience – par la performance de ses exportations, mais aussi par l'exceptionnelle croissance du secteur high tech. Afin de maintenir l'équilibre, cette exposition à la croissance est doublée d'allocations en actifs réels et dette souveraine de grande qualité, de protection contre l'inflation et de diversification. Cette approche traduit un cadre multi-asset destiné à capter les opportunités cycliques tout en assurant la résilience à long terme.

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.