

Faits et tendances, août 2025

Le point sur les caisses de pension

A la une:
Gestion
obligatoire

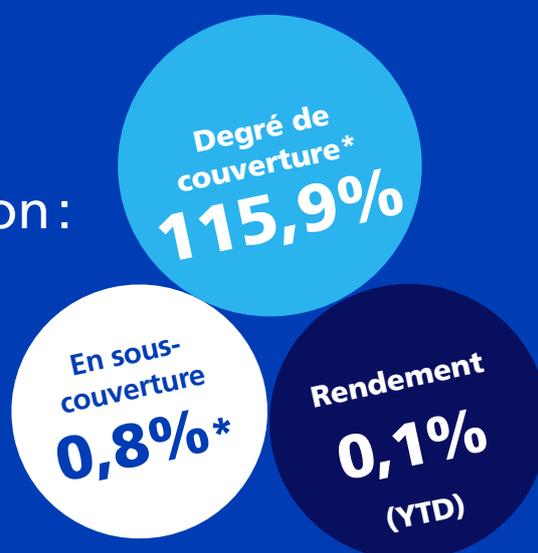


Zürcher
Kantonalbank

Sommaire

Moniteur des caisses de pension Swisscanto	4
Taux directeurs – un remède aux effets secondaires multiples	8
Gestion obligataire: surperformance historique grâce à une gestion active	10
Economie et marchés financiers	14

Moniteur des caisses de pension: Chiffres actuels



* des institutions de prévoyance de droit privé

Impressum

Editeur: Zürcher Kantonalbank, Marché suisse de la clientèle entreprises, case postale, 8010 Zurich
Rédaction: Stefan Betschart, Andreas Dürrenberger, Stephan Aregger
Tirage: 2 900 exemplaires
Publication trimestrielle
Contact/changements d'adresse/abonnements: pkberatung@zkb.ch



Heini Dändliker

Chère lectrice, cher lecteur,

Les évolutions divergentes des taux d'intérêt à l'échelle mondiale, notamment entre la BNS et la Fed, témoignent de la complexité de la politique monétaire. Alors que les Etats-Unis sont confrontés à des taux d'intérêt élevés, à une inflation accrue et à une croissance modérée, la Suisse risque un dérapage déflationniste. Le taux directeur, en sa qualité d'instrument puissant, entraîne certes des effets secondaires, mais offre également des opportunités aux investisseurs.

Les obligations CHF constituent une catégorie d'actifs indispensable pour les caisses de pension. Une gestion active dans le domaine des titres à revenu fixe présente des avantages évidents. Des stratégies ciblées, alliées à la gestion des risques de crédit et de taux d'intérêt, permettent

des rendements stables à long terme et une surperformance constante. Cette approche s'avère particulièrement précieuse sur le marché obligataire en CHF, caractérisé par une faible liquidité et des mécanismes spécifiques. L'alliance de la flexibilité et de l'expertise fait de la gestion active une stratégie efficace pour réussir dans un environnement exigeant.

Bonne lecture !



Heini Dändliker
Responsable Key Account
Management/Marché suisse de la
clientèle entreprises Zürcher
Kantonalbank

Moniteur des caisses de pension Swisscanto

Le deuxième trimestre 2025 a été marqué par la volatilité des marchés financiers: de l'effondrement consécutif aux menaces de droits de douane répressifs de Trump à la reprise vigoureuse quelques jours plus tard, en passant par les nouvelles inquiétudes liées aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient et le répit après le cessez-le-feu, l'évolution de ces derniers mois s'apparente à des montagnes russes. Avec l'arrivée à expiration du moratoire de 90 jours sur les droits de douane américains, l'incertitude augmente à nouveau. Et la question se pose de savoir si les caisses de pension peuvent rester résilientes dans cet environnement – jusqu'à présent, elles y sont largement parvenues.

Roberto Stefano, responsable Asset Management, Zürcher Kantonalbank

Même si les cours de clôture des marchés des actions et des primes de risque des obligations d'entreprise à la fin du trimestre n'en donnent pas l'impression, les trois derniers mois ont été marqués par une volatilité importante. Dans un premier temps, l'annonce faite par le président américain Donald Trump lors du « Liberation Day », concernant la mise en place de droits de douane répressifs élevés

sur les importations, a provoqué de vives tensions. La crainte d'une crise commerciale accompagnée d'une récession et d'une inflation a fait dégringoler les cours des actions. Mais les marchés se sont redressés en un temps record, stimulés par le moratoire provisoire sur les droits de douane décidé par Trump, ainsi que par une désescalade du conflit avec la Chine. Parallèlement, les tensions géopolitiques aussi ont atteint un sommet: les attaques menées par Israël et les Etats-Unis contre les installations nucléaires iraniennes ont fait grimper les prix du pétrole, avant un léger apaisement de la situation et des marchés consécutif au cessez-le-feu.

Malgré ces incertitudes, la situation économique est restée stable, alors que les indicateurs avancés laissaient présager une détérioration du climat. La façon dont cette contradiction sera résolue reste décisive pour l'avenir. Quoi qu'il en soit, avec l'expiration du moratoire de 90 jours sur les droits de douane que les Etats-Unis prévoient d'appliquer aux importations, l'incertitude a de nouveau nettement gagné les marchés au début du troisième trimestre.

Dans ce contexte, pour une fois, les banques centrales n'ont pas joué le rôle principal, même si la Banque nationale suisse a abaissé son taux directeur à 0% le 19 juin 2025 en

raison de la vigueur persistante du franc et de la faiblesse de l'inflation, ce qui pose également des défis supplémentaires aux caisses de pension. Dans la deuxième partie de l'année, il n'est pas à exclure que les taux deviennent négatifs.

Les caisses de pension suisses ne se sont guère laissées impressionner par la volatilité marquée des derniers mois. Au deuxième trimestre, les rendements moyens pondérés en fonction de la fortune ont ainsi enregistré un recul minime

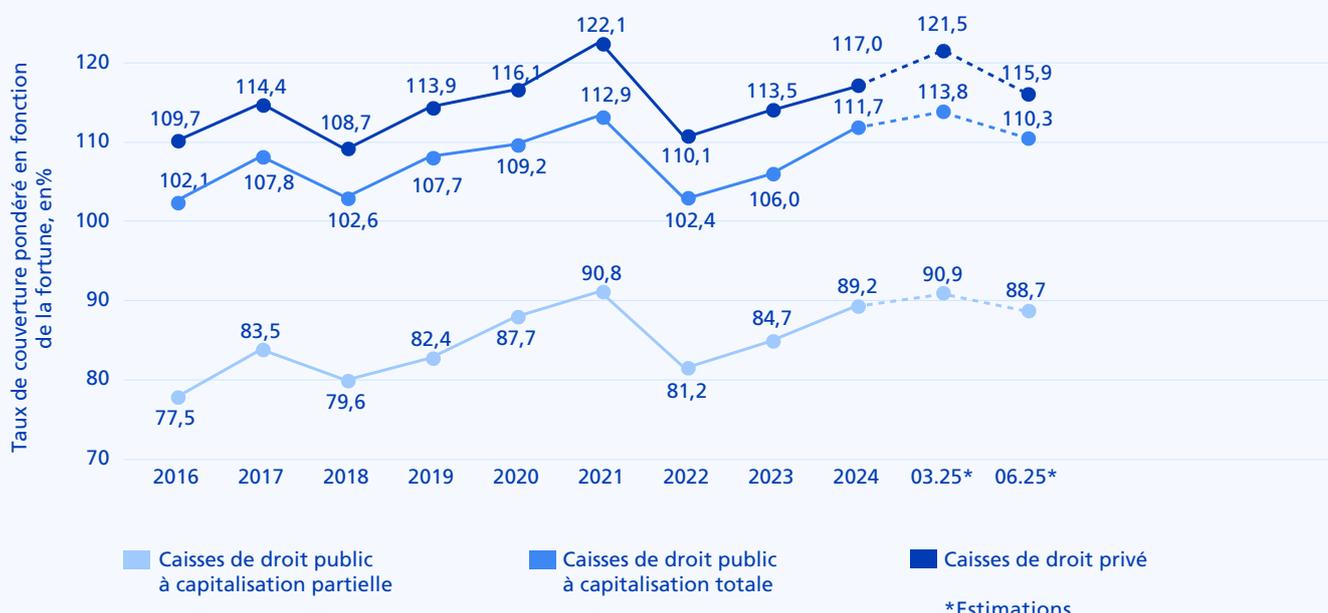
Tableau 1: Rendements indiciels d'une sélection de catégories d'actifs¹

Catégorie d'actifs	2e trimestre 2025	YTD 2025
Obligations en CHF	0,8%	-0,6%
Obligations Monde non couvertes	-6,0%	-5,8%
Obligations Monde couvertes en CHF	0,4%	0,7%
Actions Suisse	-1,6%	6,9%
Actions Monde	0,2%	-3,9%
Immobilier Suisse direct et indirect	0,9%	2,1%
Hedge funds	0,6%	0,2%
Matières premières	-12,8%	-7,2%
Rendement	-0,1%	0,1%

Sources: Bloomberg Finance L.P., Prevanto SA et Zürcher Kantonalbank; situation au: 30.6.2025

² Obligations en CHF: SBI; Obligations Monde non couvertes: Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value hors CHF; Obligations Monde couvertes en CHF: Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value hors CHF couvert en CHF; Actions Suisse: SPI; Actions Monde: MSCI AC hors CH; immobilier Suisse direct et indirect: 75% CAFI, 25% Rüd Blass Immo Index; Hedge funds: HFRX Global Hedge Fund Index couvert en CHF; matières premières: Bloomberg Commodity Index Swiss Franc Total Return

Graphique 1 : Evolution des degrés de couverture, de 2016 jusqu'au 30.6.2025



Sources : Prevanto SA et Zürcher Kantonalbank ; situation au : 30.6.2025

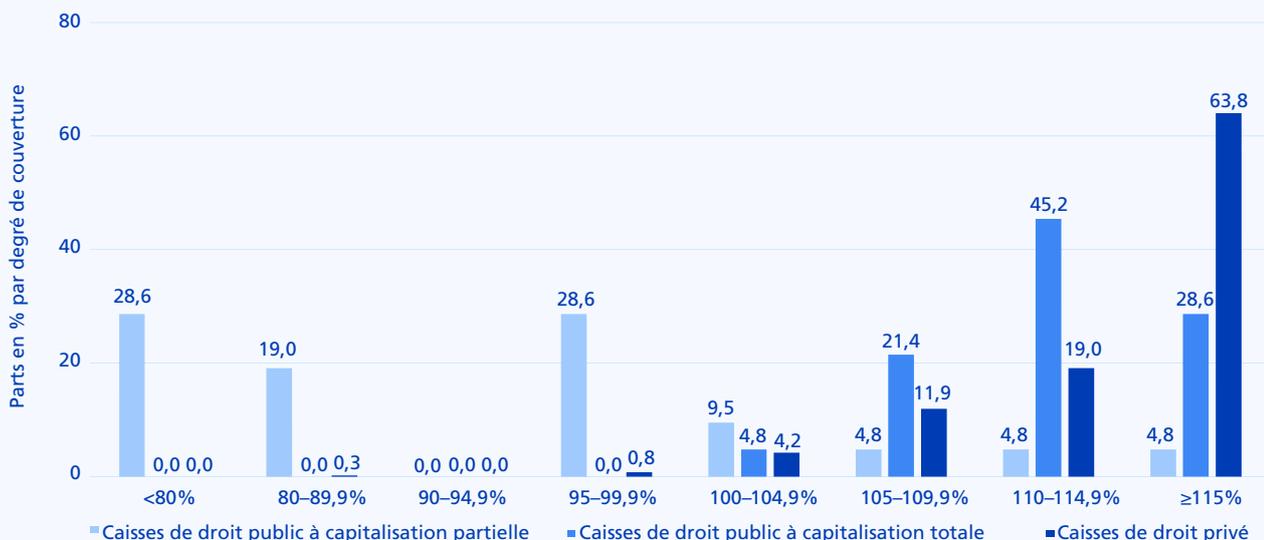
de -0,1%. Calculée sur le premier semestre 2025, la performance des institutions de prévoyance s'est inscrite en hausse marginale de 0,1% jusqu'à fin juin. Le degré de couverture estimé des institutions de prévoyance privées a parallèlement diminué et se situe à 115,9%. Au 30 juin 2025, les caisses de droit public à capitalisation totale affichent un degré de couverture de 110,3%. Les caisses de droit public à capitalisation partielle ont quant à elles atteint 88,7% (graphique 1).

Répartition des institutions de prévoyance par degré de couverture

Jusqu'à présent, les caisses de pension suisses ont pu surmonter en grande partie les tensions sur les marchés financiers cette année, et leurs réserves financières restent conséquentes. Par rapport au fort trimestre précédent, les degrés de couverture sont toutefois en baisse. Ainsi, parmi les institutions de prévoyance privées, 63,8% disposaient fin juin d'une couver-

ture de 115% et plus, tandis qu'au cours des trois premiers mois de 2025, la valeur extrapolée sur la base des chiffres de l'année précédente était encore de 81,8%. Alors qu'au trimestre précédent, toutes les caisses de droit privé pouvaient encore afficher un degré de couverture d'au moins 100%, 0,8% des institutions de prévoyance privées se trouvent à nouveau sous ce seuil. En revanche, toutes les caisses de pension de droit public à capitalisation totale continuent

Graphique 2 : Répartition des institutions de prévoyance privées et publiques par fourchette de degré de couverture au 30.6.2025



Sources : Prevanto SA et Zürcher Kantonalbank ; situation au : 30.6.2025

de dépasser la barre des 100%, la majorité d'entre elles (45,2%) atteignant un degré de couverture compris entre 110% et 114,9%. (graphique 2).

Rendements des catégories d'actifs au deuxième trimestre 2025

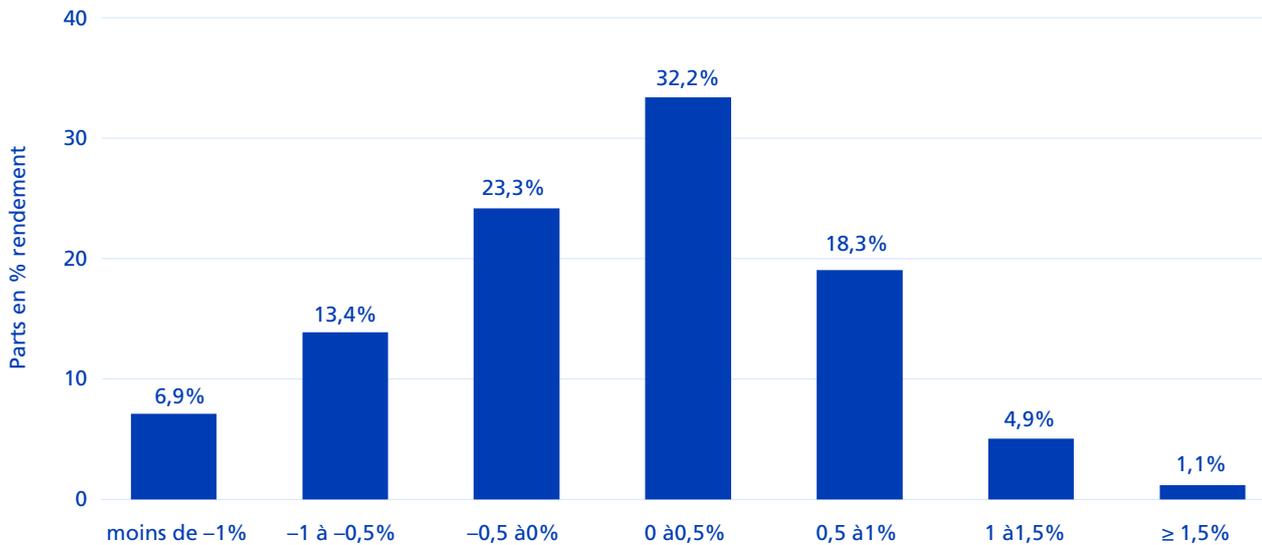
Selon les estimations, le rendement pondéré en fonction de la fortune des caisses de pension figurant dans l'enquête est à -0,1% au deuxième trimestre 2025. Les principales contributions directes et indirectes au rendement ont été apportées par les catégories d'actifs Immobilier Suisse (0,9%) et Obligations en CHF (0,8%). Les

matières premières (-12,8%) et les obligations mondiales non couvertes (-6,0%) ont quant à elles affiché les plus faibles performances. Sur le premier semestre 2025, les placements en actions suisses se sont révélés particulièrement rentables (6,9%), de même que la catégorie Immobilier Suisse, que ce soit directement ou indirectement (+2,1%). Sur les six derniers mois, les catégories d'actifs Matières premières et Obligations Monde non couvertes restent les lanternes rouges, avec -7,2% et -5,8%, respectivement (tableau 1).

Le graphique 3 montre la répartition des rendements cumulés

estimés, sans déduction des frais, sur l'ensemble de l'année 2025. Le rendement pondéré en fonction de la fortune s'élève à 0,1% toutes caisses confondues depuis début janvier 2025. Le rendement de chaque institution de prévoyance est actualisé en fonction des rendements indiciaires. Ces calculs se basent sur l'allocation d'actifs des institutions de prévoyance au 31 décembre 2024 et sur l'hypothèse qu'aucun changement majeur n'est intervenu dans l'allocation. Il convient toutefois de noter que le rendement des placements non cotés peut être légèrement faussé en raison de l'approximation.

Graphique 3 : Répartition des rendements cumulés des institutions de prévoyance, du 1.1.2025 au 30.6.2025



Sources: Prevanto SA et Zürcher Kantonalbank; situation au: 30.6.2025

Le **Moniteur Swisscanto des caisses de pension** repose sur les données de l'enquête « Les caisses de pension suisses » de Swisscanto sous gestion de la Zürcher Kantonalbank. Les calculs sont effectués par Prevanto SA.

Les estimations au 30 juin 2025 s'appuient sur les données réelles au 31 décembre 2024, collectées dans le cadre de l'étude sur les caisses de pension suisses 2025. Les estimations sont établies à partir de l'évolution de marché et de l'allocation d'actifs déclarée à la fin de l'année 2024 par les personnes interrogées.

La performance de certaines catégories d'actifs illiquides, comme le private equity, est déterminée de manière approximative à l'aide de données indicielles publiées avec un décalage dans le temps. Par conséquent, jusqu'à la publication des derniers chiffres, les calculs de la performance de ces catégories d'actifs sont basés sur des projections. La performance des derniers mois peut donc évoluer rétroactivement au gré de la publication de nouvelles données de performance. Comme nous l'avons mentionné, l'approximation des placements non

cotés peut légèrement fausser leur rendement.

Vous trouverez la dernière étude sur les caisses de pension Swisscanto 2025 sur notre site Internet :

pensionstudy.swisscanto.com/25/fr/

Taux directeurs – un remède aux effets secondaires multiples

Les autorités monétaires suisses utilisent le taux directeur pour contrôler l'inflation et déclenchent par sa baisse de nombreux mouvements du marché. Ainsi, la phase de taux zéro qui s'annonce actuellement est difficile pour les banques, mais offre aussi des opportunités aux investisseurs dans le domaine des placements à revenu fixe.

Susanne Kapfinger,
SDA/AWP Multimedia

Les banques centrales fixent l'orientation de la politique monétaire et influencent ainsi considérablement la croissance économique d'un pays. Leurs activités de cœur de métier consistent notamment à assurer la stabilité des prix et des finances. Le taux directeur est le remède le plus efficace contre les fluctuations de prix. Son ajustement n'est toutefois pas sans effets collatéraux: en effet, les banques centrales contrôlent aussi indirectement les coûts de crédit, l'endettement, l'épargne et les taux de change via les taux directeurs.

En juin, la Banque nationale suisse (BNS) a abaissé ses taux directeurs à 0% en raison d'une inflation négative. En revanche, la Réserve fédérale américaine (Fed) a laissé son taux directeur inchangé (de 4,25% à 4,5%), car l'économie américaine se développe bien. Ces

évolutions divergentes des taux d'intérêt influencent la stabilité des devises: des taux plus bas affaiblissent une monnaie alors que leur augmentation la renforce. Comme la BNS a baissé ses taux directeurs, mais pas la Fed, le franc s'affaiblit à court terme par rapport au dollar américain.

Par conséquent, le gouvernement des Etats-Unis a placé la Suisse sur la liste d'observation en tant que possible manipulatrice monétaire. En ce qui concerne les investisseurs, des politiques monétaires divergentes ouvrent toutefois des opportunités de placement dans le domaine Fixed Income, c'est-à-dire des titres à revenu fixe, pour lesquels une gestion active de portefeuille présente un avantage par rapport à une gestion passive.

Effet collatéral: davantage de volumes sur le marché des émissions

La baisse des taux de la BNS a d'autres conséquences: la baisse des taux d'intérêt entraîne un rendement moindre des obligations en francs et un augmente l'attrait des actions par rapport aux obligations. De plus, des taux d'intérêt nuls favorisent le recours à la dette. Cela entraîne des émissions sur les marchés obligataires. Parallèlement, des taux d'intérêt nuls ont tendance à décourager l'épargne. Actuellement, les banques sont encore couvertes en cas

d'éventuelles baisses des taux de l'épargne et des capitaux de prévoyance. Cependant, avec les taux d'intérêt nuls, la pression sur les marges d'intérêts des banques va augmenter.

Pour les banques suisses, le contexte de taux nuls est en outre une nouveauté. Jusqu'à présent, les intérêts étaient soit positifs, soit négatifs. Pour des raisons de rentabilité, selon les avis exprimés en amont dans les sphères bancaires, la plupart des banques aurait sans doute préféré la « zone de confort » des taux d'intérêt négatifs à des taux nuls.

Les taux hypothécaires diminuent

Un autre effet collatéral de la baisse des taux concerne les taux hypothécaires. Ceux-ci ont déjà fortement baissé au deuxième trimestre et sont déjà presque tombés au niveau du plancher annuel de mi-décembre 2024. Ainsi, les taux directeurs des hypothèques fixes à dix ans s'élèvent actuellement à 1,79%, contre 1,37% pour les hypothèques à cinq ans et 1,22% pour les hypothèques à deux ans.

En raison de la baisse attendue des taux directeurs, les taux hypothécaires à échéance courte, et en particulier à échéance moyenne, sont désormais en plus forte baisse que ceux à long terme, comme le rapporte le prestataire de services immobiliers Moneypark. Avec cette

hausse de l'écart entre les taux, la demande d'échéances courtes et moyennes devrait continuer à augmenter.

Un nouveau scénario de taux négatif ?

Le cap des taux négatifs va-t-il être franchi ? Martin Schlegel, président de la BNS, laisse cette question ouverte dans un entretien : « Pour nous, l'important est la stabilité des prix à moyen terme. Cela signifie que même si l'inflation peut actuellement être négative, nous n'avons pas besoin d'y réagir immédiatement. » Les nouvelles prévisions d'inflation soumises à conditions sont supérieures à zéro et augmentent même légèrement à moyen terme. La BNS exprime ainsi une réticence vis-à-vis de taux négatifs. En fonction des fortes perturbations sur le plan économique et de l'escalade du conflit commercial, la BNS ne devrait plus procéder à d'autres modifications des taux d'intérêt. Cette approche est soutenue par la stabilité du franc suisse par rapport à l'euro, observée ces derniers temps. Par conséquent, il faut s'attendre à un taux directeur de 0% d'ici la fin de l'année.

Cependant, une nouvelle phase de taux négatifs se déroulerait dans des conditions tout à fait différentes de la dernière. Les différences : la dernière phase a suivi la crise de l'euro, la situation actuelle étant la

conséquence de conflits commerciaux et de tensions géopolitiques. L'économie suisse se montre plus résiliente que pendant la crise de l'euro. De plus, la BNS a constaté les effets négatifs de sa politique précédente de taux d'intérêt négatifs et devrait, cette fois, agir avec plus de prudence.

Incertitudes concernant les Etats-Unis

Cependant, la situation peut changer rapidement. La politique douanière américaine et l'évolution économique aux Etats-Unis restent considérées comme la principale incertitude concernant l'évolution des taux d'intérêt. Selon le Forum économique mondial, près de 80% des économistes estiment que la récente politique commerciale des Etats-Unis est un signe de changement structurel durable dans l'économie mondiale. Alors qu'une amélioration se profile en Europe et en Chine, on s'attend à une hausse de l'inflation et à un affaiblissement du dollar aux Etats-Unis.

Pour 2025, même la Fed table déjà sur une croissance économique américaine plus faible, à 1,4%, et sur un taux d'inflation plus élevé, à 3%. Les autorités monétaires ont également légèrement revu à la hausse leur projection du taux de chômage en ce qui concerne les trois prochaines années, ne prévoyant en moyenne qu'une baisse des taux directeurs pour 2026 et 2027.

Les dépenses d'armement soutiennent la conjoncture

L'économie européenne devrait faire mieux que celle des Etats-Unis, notamment grâce à sa politique fiscale active. Ainsi, tous les membres de l'OTAN souhaitent augmenter leurs dépenses de défense de 2 à 3,5% du produit intérieur brut d'ici 2035. De plus, les membres de l'OTAN ont décidé de consacrer 1,5 point de pourcentage de PIB aux domaines de la défense et de la sécurité tels que les infrastructures, l'industrie et la résilience. Concrètement, il s'agit d'investissements dans la protection d'infrastructures critiques, le cyberspace ou la construction de routes et de ponts utilisables à des fins militaires.

L'année dernière déjà, les dépenses militaires mondiales ont atteint le niveau de la guerre froide. La majorité des économistes table sur un financement de ces hausses par une augmentation de la dette publique, malgré la progression des emprunts. La Deutsche Bank s'attend à ce que l'impulsion budgétaire porte la croissance économique allemande de 0,3% en 2025 à 1,5% en 2026, puis 2% en 2027. Historiquement, une croissance économique modérée de 1 à 2% s'est avérée particulièrement favorable aux obligations Investment Grade. Les marchés obligataires offrent donc de bonnes opportunités de placement malgré les récentes baisses de taux de la BNS et de la Banque centrale européenne (BCE).

Gestion obligataire : Surperformance historique grâce à une gestion active

Les placements à revenu fixe sont incontournables pour une caisse de pension. Dans cet entretien, Sébastien Zöller, responsable Fixed Income au sein de l'Asset Management de la Zürcher Kantonalbank, explique comment son équipe s'attaque activement à toutes les principales catégories d'actifs dans le domaine des titres à revenu fixe et vise un rendement supplémentaire pour les investisseurs.

Entretien: Stefan Betschart, Zürcher Kantonalbank

Sébastien Zöller, pourquoi la Zürcher Kantonalbank mise-t-elle toujours exclusivement sur la gestion active dans le domaine Fixed Income, malgré le boom des solutions de placement passives ?

Sébastien Zöller: Nous avons la ferme conviction que les marchés obligataires, en particulier, offrent un grand potentiel de gestion active en raison de leurs caractéristiques et de leurs mécanismes. De plus, au cours des dix dernières années, nous avons pu exploiter le potentiel de la gestion active sur de nombreux marchés et battre constamment l'indice de référence respectif.

Dans quels domaines votre équipe identifie-t-elle le potentiel de gestion active mentionné ?

Cela dépend entièrement de la catégorie d'actifs concernée. Le marché obligataire en CHF présente d'autres caractéristiques que les obligations des marchés émergents. Toutes les catégories d'actifs ou leurs indices de référence présentent toutefois un point commun: la pondération des émetteurs fortement endettés augmente dans les indices obligataires. Un endettement élevé n'est cependant pas un critère de qualité pour un modèle d'affaires stable, bien au contraire. C'est précisément un

Tableau 1 : Performance brute de toutes les catégories d'actifs concernées

Catégorie de fonds	Indice de référence du produit	Monnaie de référence	brute absolue			brute ann. relative	
			2024	3 a	5 a	3 a	5 a
Obligations CHF, marché monétaire et hypothèques							
Swisscanto (CH) Bond Fund Responsible CHF	Swiss Bond Index® AAA-BBB (TR) en CHF	CHF	6,0%	11,3%	0,6%	0,4%	0,4%
Swisscanto (CH) Bond Fund Sustainable CHF	Swiss Bond Index® AAA-BBB (TR) en CHF	CHF	5,9%	11,3%	0,5%	0,4%	0,4%
Swisscanto (CH) Bond Fund Responsible Short Duration CHF	Swiss Bond Index® AAA-BBB 1-5 ans (TR) en CHF	CHF	3,9%	n/a	n/a	n/a	n/a
Swisscanto (CH) Pension Bond Fund Responsible Domestic CHF	Swiss Bond Index® Domestic AAA-BBB (TR) en CHF	CHF	6,1%	11,6%	-0,8%	0,4%	0,3%
Swisscanto (CH) Pension Bond Fund Responsible Foreign CHF	Swiss Bond Index® Foreign AAA-BBB (TR) en CHF	CHF	5,0%	10,3%	3,6%	0,2%	0,5%
Swisscanto (CH) Bond Fund Responsible Corporate CHF	Swiss Bond Index® Corporate (TR) en CHF	CHF	6,2%	13,7%	7,8%	1,1%	1,0%
Swisscanto (CH) Money Market Fund Responsible Opportunities CHF	FTSE 3-Month Swiss Franc Eurodeposit	CHF	1,6%	3,5%	2,2%	0,3%	0,2%
Swisscanto FP Hypothèques Responsible Suisse	Swiss Bond Index® AAA-BBB (TR) en CHF	CHF	5,3%	10,9%	3,0%	-0,1%	0,7%
Obligations d'Etat mondiales et Global Aggregate							
Swisscanto (CH) Bond Fund Responsible Global Rates	Bloomberg Global Treasury Index (TR) en CHF	CHF	3,7%	-12,6%	-23,4%	0,1%	0,3%
Swisscanto (CH) Bond Fund Responsible Global Aggregate (ex CHF)	Bloomberg Global Aggregate Index exCHF (TR) en CHF	CHF	6,0%	-8,4%	-18,2%	0,5%	0,6%
Swisscanto (CH) Bond Fund Responsible Global Aggregate	Bloomberg Global Aggregate Index (TR) en CHF	CHF	6,0%	-9,0%	-19,6%	0,3%	0,3%
Swisscanto (CH) Bond Fund Sustainable Global Aggregate	Bloomberg Global Aggregate Index (TR) en CHF	CHF	5,6%	-9,3%	-20,5%	0,2%	0,1%
Global Corporates							
Swisscanto (CH) Bond Fund Responsible Corporate hedged CHF	ICE BofA Global Corporate Bond Index (TR) hCHF	CHF	0,9%	6,5%	-6,4%	1,6%	0,9%
Swisscanto (CH) Bond Fund Responsible Corporate Short Duration hCHF	ICE BofA Global Corporate Bond Index 1-5 Years (TR) hCHF	CHF	1,6%	5,4%	n/a	0,7%	n/a
Swisscanto (LU) Bond Fund Sustainable Global Credit	ICE BofA Global Corporate Bond Index (TR) hCHF	CHF	0,1%	4,8%	-7,0%	1,1%	0,8%
Emerging Market Debt, High Yield, Corporate Hybrids & CoCo's							
Swisscanto (LU) Bond Fund Committed Emerging Markets Opportunities	JP Morgan JEMB Sovereign-only 50-50 (TR) en USD	USD	1,8%	29,6%	19,4%	0,3%	1,7%
Swisscanto (LU) Bond Fund Committed Secured High Yield	Benchmark personnalisé (50% US HY / 50 % EU HY hCHF)	CHF	5,2%	23,6%	21,1%	1,2%	1,0%
Swisscanto (LU) Bond Fund Sustainable Global High Yield	ICE BofA Global High Yield Index couvert en CHF	CHF	4,9%	19,0%	n/a	0,3%	n/a
Swisscanto (LU) Bond Fund Committed Corporate Hybrid	ICE BofA Global Hybrid Non-Fin Corp Index, Constrained 3% hCHF	CHF	9,4%	24,2%	n/a	2,2%	n/a
Swisscanto (LU) Bond Fund Committed COCO	ICE BofA Contingent Capital Index couvert en CHF	CHF	8,5%	22,4%	26,0%	2,1%	2,3%

L'accroissement de valeur historique ne constitue pas un indicateur de l'accroissement de valeur actuel ou futur. Les données de performance ne tiennent pas compte des frais courants (TER/CFG et autres) ni des provisions et frais liés à l'émission et au rachat de parts. L'accroissement de valeur net du fonds concerné peut être mis à votre disposition à tout moment.

Source : Zürcher Kantonalbank, performance brute fin juin 2025.

Graphique 1 : Attribution annuelle du Swisscanto (CH) Bond Fund Responsable CHF Surperformance par rapport à l'indice de référence en points de base



La performance historique ne constitue pas un indicateur de la performance actuelle ou future. Les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat des parts.

Source : Zürcher Kantonalbank, fin juin 2025

argument fondamental en faveur d'une gestion active : si un produit financier se contente de reproduire un indice, ces facteurs ne peuvent pas être pris en compte.

Restons sur le marché obligataire en CHF, qui est très pertinent pour nos lecteurs. Quelle est la valeur ajoutée de l'approche active dans cette catégorie d'actifs ?

Le marché obligataire en CHF, malgré sa faible liquidité et ses frais de transaction élevés, offre régulièrement de nombreuses opportunités pour une gestion active. Celles-ci peuvent être provoquées par de nombreux acteurs du marché, qui n'ont pas uniquement des motivations économiques. Il peut s'agir, par exemple, d'assurances qui recherchent des échéances détermi-

nées pour leur liability matching, ou de banques qui privilégient des obligations d'Etat et d'autres obligations admises selon l'OPP2.

Grâce à notre longue expérience, nous connaissons les spécificités du marché CHF et savons comment les convertir de manière ciblée en valeur ajoutée pour nos portefeuilles. Pour ce faire, nous gérons séparément les risques de crédit et de taux d'intérêt selon notre processus de placement éprouvé. En diversifiant les sources de rendement, notre fonds phare en CHF, le Swisscanto (CH) Bond Fund Responsable CHF, a pu réaliser une surperformance brute positive chaque année civile depuis l'implémentation de l'approche en janvier 2012. Le graphique 1 montre clairement l'importance de la gestion

des risques de crédit et de taux d'intérêt pour la surperformance du fonds.

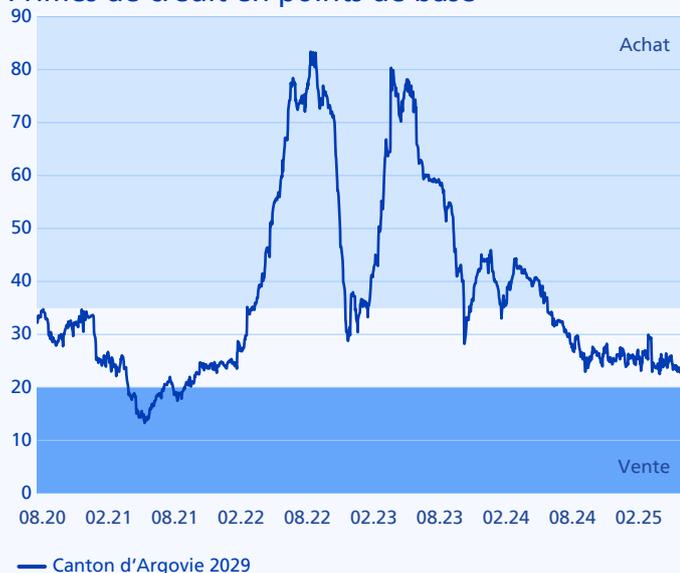
Y a-t-il un exemple concret montrant comment cette surperformance est réalisée ?

Le marché obligataire suisse est caractérisé par des titres et des lettres de gage para-étatiques. Pour ces débiteurs de très grande qualité, nous utilisons notamment une approche Relative Value, illustrée dans le graphique 2. Par le passé, il a toujours été démontré que les obligations de très bonne qualité présentent une tendance Mean Reversion. Cela signifie qu'après un écart temporel par rapport à leur spread moyen vis-à-vis des obligations de la Confédération, les emprunts reviennent toujours à cette

Graphique 2 : les primes de crédit « sectorielles » par rapport aux obligations de la Confédération sont variables

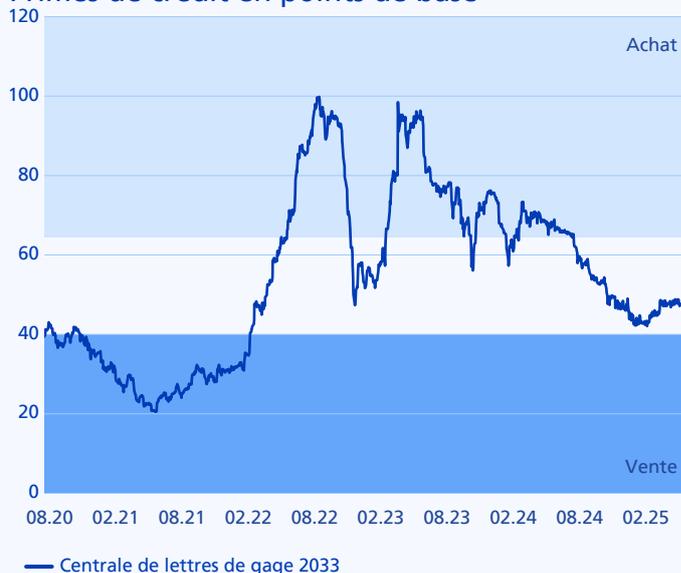
Canton d'Argovie 2029

Primes de crédit en points de base



Centrale des lettres de gage 2033

Primes de crédit en points de base



Source : Zürcher Kantonalbank sur la base des données de Bloomberg

valeur moyenne. De plus, sur notre marché domestique, nous bénéficions de notre proximité au marché et de notre réseautage, ce qui nous permet d'identifier à temps les débiteurs critiques et de les éviter.

Est-ce que le fait d'éviter les débiteurs critiques n'a pas un impact négatif sur la performance à long terme ?

Bien entendu, nous nous exposons sur le marché en CHF tout au long de la structure de rating, donc également auprès des débiteurs ayant un rating inférieur. Au cours des dernières années, notre processus de placement nous a toutefois permis d'identifier à

temps de nombreux émetteurs problématiques sur le marché en CHF et de les éviter en conséquence. Le marché en CHF est particulièrement vulnérable aux turbulences de prix des obligations lorsqu'un émetteur perd sa notation Investment Grade et quitte ainsi les indices de référence SBI courants. Cela entraîne généralement une pression à la vente qui, sur le marché en CHF, n'est pas compensée par un segment dit High Yield. C'est pourquoi il est souvent judicieux de faire preuve de prudence pour les débiteurs proches de ce seuil. Cela peut régulièrement apporter une valeur ajoutée significative sur un cycle d'investissement plus long.

Les taux directeurs de la BNS sont de nouveau à zéro depuis la dernière baisse des taux en juin 2025.

De notre point de vue, il est judicieux d'adopter une analyse différenciée de la situation actuelle du marché, car elle se distingue nettement du dernier environnement de taux bas. En particulier, les primes de risque de crédit ont sensiblement augmenté à tous les niveaux de qualité – y compris, par exemple, pour les lettres de gage et les cantons. De plus, la courbe des taux plus pentue fait que le rendement courant du marché en CHF, avec environ 80 points de base, est aujourd'hui nettement supérieur à la moyenne des

dix dernières années. Cela ouvre, selon nous, des opportunités de rendement attractives, notamment dans un contexte d'inflation modérée.

Pour les caisses de pension qui recherchent néanmoins un supplément de rendement, les hypothèques suisses se sont avérées être un excellent complément aux obligations en CHF au cours des dix dernières années. En raison de leur faible négociabilité et

de l'arbitrage des courbes de taux, ces titres offrent un rendement supérieur à celui des obligations en CHF. De plus, il convient de noter que le marché en CHF offre un univers plutôt restreint et peu diversifié de débiteurs d'entreprises. Le fait de compléter les placements à revenu fixe par des obligations d'entreprises mondiales couvertes contre le risque de change offre donc également un potentiel de rendement et de diversification supplémentaire.



Sébastien Zöllner, responsable Fixed Income, Asset Management, Zürcher Kantonalbank

Ce que disent nos clients

« La longue expérience de la ZKB a été un argument décisif. »

Karel Leder, pourquoi avez-vous opté pour une mise en œuvre active des placements à revenu fixe ?

Notre cas spécifique présentait plusieurs arguments en faveur d'une mise en œuvre active des catégories obligataires. D'une part, nous pensons qu'une approche active peut protéger le portefeuille obligataire contre les lacunes typiques du marché obligataire ou même, dans le meilleur des cas, d'en profiter. De plus, une approche active nous a semblé judicieuse en raison de nos directives de durabilité. En effet, celles-ci exigent une sélection active des émetteurs.

Pourquoi avons-nous opté pour une gestion avec la Zürcher Kantonalbank ?

Le choix du Fixed Income Asset Management de la Zürcher Kantonalbank s'est fait dans le cadre d'un processus de due diligence classique selon les critères « People, Investment Process, Performance », qui a convaincu l'équipe. La stabilité de l'équipe, les résultats exceptionnels ainsi que l'expérience de longue date dans l'analyse et l'intégration de facteurs de durabilité – l'une des plus exhaustives de Suisse – ont été décisifs à ce sujet. Aujourd'hui, la Zürcher Kantonalbank gère la majeure partie de notre portefeuille obligataire selon son approche de placement active.



Karel Leder dirige le secteur des placements (hors immobilier direct) chez la CPEF depuis 2016. Avant cela, il a occupé différents postes dans la branche financière suisse.

La **CPEF** est la caisse de pension du personnel de l'Etat du canton de Fribourg. Elle compte environ 32 000 assurés, dont 23 000 actifs et 9 000 bénéficiaires de pensions. La fortune gérée s'élève à CHF 6,7 milliards, répartie entre 1% de liquidités, 27% d'obligations, 28% d'actions, 34% d'immeubles et 10% de placements sur le marché privé.

Economie et marchés financiers

Estimation de l'évolution de la conjoncture et du marché par la Zürcher Kantonalbank

Martin Weder,
Investment Solutions,
Zürcher Kantonalbank

Les Etats-Unis et l'UE parviennent à un accord dans le conflit commercial

Fin juillet, les Etats-Unis ont conclu un accord avec l'Union européenne (UE) et le Japon afin de mettre fin au conflit commercial. En conséquence, les Etats-Unis imposeront à l'avenir des droits de douane à l'importation de 15% sur la plupart des biens en provenance de l'UE et du Japon, y compris sur des produits d'exportation importants telles que les véhicules automobiles, jusqu'à présent soumis à des droits de douane plus élevés, de 25%. En outre, les deux partenaires commerciaux s'engagent à investir plusieurs milliards aux Etats-Unis. Les Etats-Unis ont également signé un accord commercial avec des pays émergents asiatiques tels que le Vietnam, l'Indonésie, la Corée du Sud et les Philippines. Cela a permis d'éviter le risque que des droits de douane nettement plus élevés soient instaurés début août. Tant pour les

marchés financiers que pour les entreprises, la situation est à nouveau un peu plus claire, ce qui est généralement positif. Les négociations se poursuivent avec d'autres partenaires commerciaux importants des Etats-Unis, comme la Chine, le Canada et le Mexique. Bien que l'incertitude liée au conflit commercial ait diminué, les risques n'ont pas complètement disparu. De nombreux détails des accords conclus restent encore flous. De plus, les Etats-Unis pourraient à tout moment préférer de nouvelles menaces douanières, comme la Suisse l'a constaté avec surprise le 1er août dernier. Après avoir légèrement dépassé les 2% l'année précédente, les droits de douane effectifs à l'importation aux États-Unis atteignent désormais 15 à 20%, soit le niveau le plus élevé depuis les années 1930. Les droits de douane agissent comme un impôt dont les coûts sont supportés par les entreprises et les consommateurs. Bien que l'économie américaine se montre résiliente jusqu'à présent, nous continuons de tabler sur un net ralentissement de la croissance et sur une inflation plus élevée au 2e semestre en raison de la forte augmentation des droits de douane.

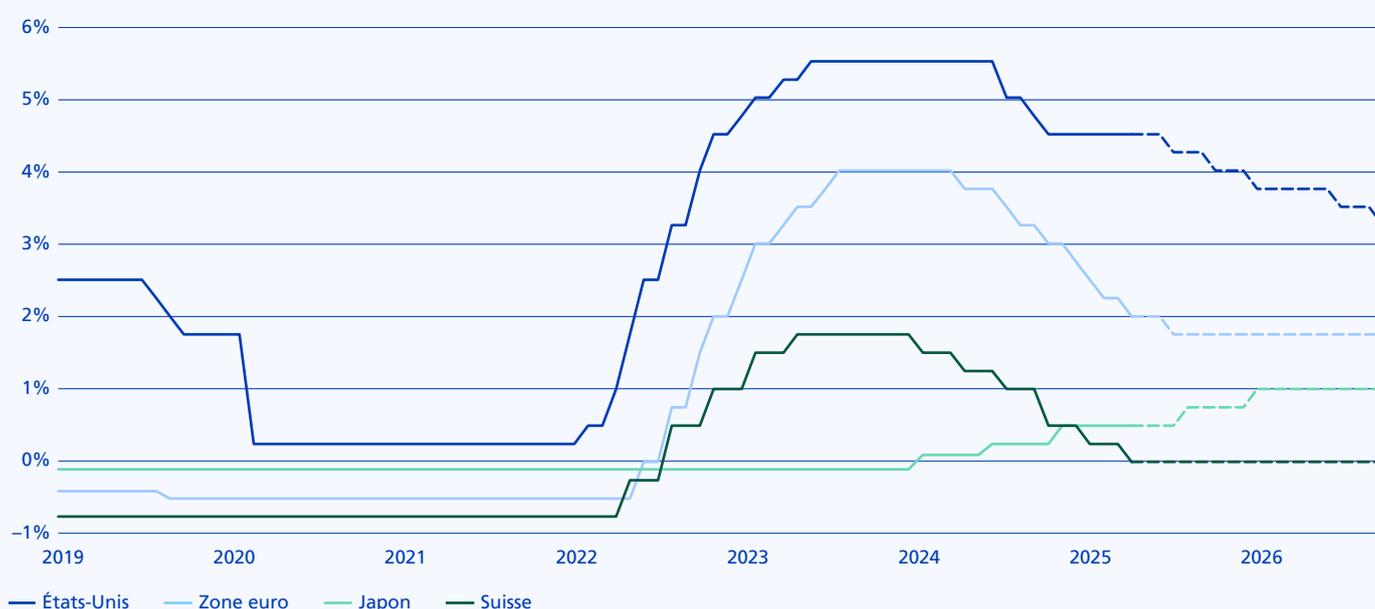
Les perspectives européennes s'éclaircissent de plus en plus

En revanche, en dehors des Etats-Unis,

la plupart des indicateurs avancés et de confiance affichent une tendance à la hausse. En Europe notamment, les perspectives s'améliorent progressivement grâce à la baisse de l'inflation, à la hausse des salaires, à la diminution des taux d'intérêt et aux mesures de relance budgétaire. Compte tenu des résultats exceptionnellement bons enregistrés au 2e trimestre, nous avons également revu à la hausse nos prévisions de croissance pour la Chine, qui passent de 4,6% à 4,9%. L'environnement macroéconomique reste donc globalement solide, ce qui devrait bénéficier aux placements risqués en principe. Bien que les taux directeurs soient restés inchangés en juillet dans tous les grands pays industrialisés, la politique monétaire devrait bientôt connaître de nouvelles évolutions. Alors que la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé son taux directeur en huit étapes de 4% à 2% et ne voit aucune raison dans l'immédiat de procéder à un nouveau changement, la pression s'intensifie sur la Fed pour qu'elle mette fin à plusieurs mois de stabilité de son taux directeur et revoie ce dernier à la baisse. Les droits de douane américains ont jusqu'à présent eu moins d'impact que prévu sur les prix à la consommation, et le marché du travail continue de ralentir. Pour le président de la Fed, Jerome Powell, il devient donc de plus en plus

Graphique 1 : La Réserve fédérale américaine devrait bientôt abaisser à nouveau son taux directeur

Taux directeurs de politique monétaire en pourcentage



Sources : Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

difficile de justifier la nécessité de maintenir un taux directeur clairement restrictif compris entre 4,25 et 4,50%. Une diminution progressive vers un niveau neutre est par conséquent indiquée. Au pays du soleil levant, en revanche, le taux directeur de 0,50% reste clairement dans le domaine expansionniste, malgré une inflation accrue. L'accord commercial conclu entre les États-Unis et le Japon ouvre désormais la voie à une pour-

suite de la normalisation monétaire (graphique 1).

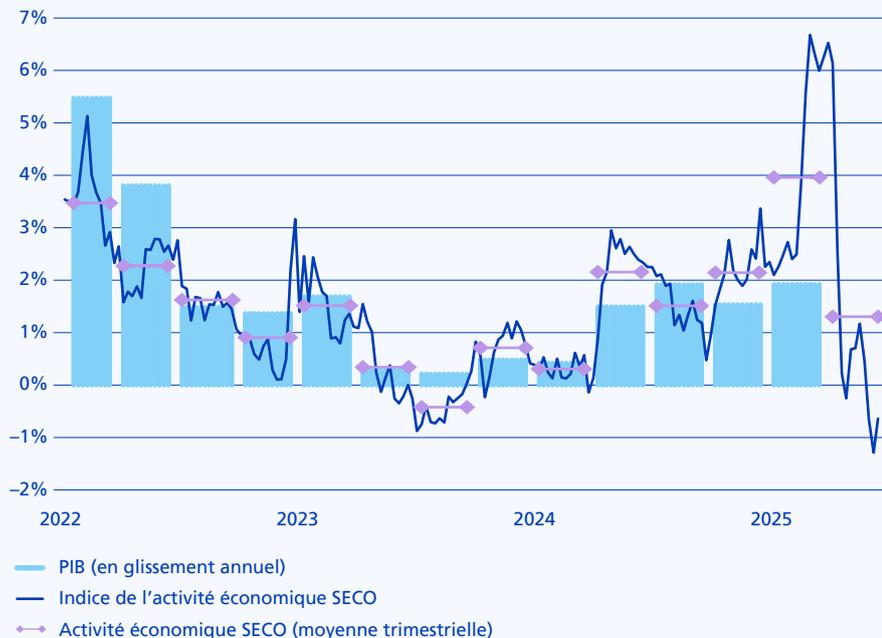
Suisse : La dynamique économique s'essouffle

Après une accélération temporaire au 1er trimestre, la dynamique de croissance de l'économie suisse a récemment marqué le pas (graphique 2). Les exportations de marchandises vers les États-Unis, en particulier, sont revenues à la normale

après la fin des effets d'anticipation. Dans le même temps, les perspectives pour l'économie exportatrice sont peu encourageantes au vu des droits de douane en vigueur, de la force du franc et de la faiblesse de la demande extérieure. L'incertitude persistante pèse également sur le climat d'investissement. Nous partons donc du principe que la croissance sera faible au 2e semestre. Nous ne nous attendons toutefois pas à un recul plus

Graphique 2 : L'économie suisse est en perte de vitesse

Indice SECO de l'activité économique hebdomadaire



Sources : Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

important de la croissance. Ainsi, en juillet, le baromètre conjoncturel du KOF a dépassé pour la première fois depuis quatre mois sa moyenne à long terme de 100 points. Dans le conflit commercial avec les Etats-Unis, nous continuons de tabler sur un accord et une réduction significative des droits de douane, malgré le tarif douanier actuel de 39%. Ces derniers mois ont montré à plusieurs reprises que les Etats-Unis utilisent les menaces de

droits de douanes élevés principalement comme moyen de pression et de négociation, celles-ci n'étant généralement pas mises à exécution. Les Etats-Unis finiraient par se tirer une balle dans le pied, surtout si les droits de douane étaient étendus aux produits pharmaceutiques. Selon nos prévisions, l'économie suisse devrait connaître une croissance légèrement supérieure à 1% cette année et l'année prochaine.

Pas de fin des taux nuls en vue

Après un mois de déflation, l'inflation en Suisse a récemment retrouvé un niveau à peine positif. Les catégories volatiles exclues de l'inflation sous-jacente exercent actuellement une pression à la baisse importante sur les prix à la consommation. Cette pression est principalement due aux biens énergétiques importés. Cela s'explique, d'une part, par la baisse des prix du pétrole brut et, d'autre part, par la dépréciation simultanée du dollar américain. Comme le pétrole est négocié en dollars américains sur les marchés mondiaux, le cours de cette matière première énergétique baisse pour les acheteurs de la zone franc suisse uniquement en raison du taux de change. L'évolution sous-jacente reste donc inchangée en Suisse. La pression déflationniste provient principalement de l'étranger. Toutefois, les tensions inflationnistes intérieures restent très modérées. Dans l'ensemble, l'inflation devrait osciller autour de zéro au cours des prochains mois, avant que des effets

de base n'entraînent une hausse de l'inflation globale au 2e semestre. La BNS maintiendra donc son taux directeur à 0% dans un avenir proche.

Politique de placement: Découplage entre le marché des actions américain et des attentes de croissance

Après les turbulences de début avril, les marchés des actions mondiaux se sont rapidement redressés à l'occasion du « Liberation Day », atteignant de nouveaux records sur de nombreuses places boursières. Certaines entreprises américaines font toutefois déjà état d'une augmentation des coûts. Une hausse du niveau des prix, même temporaire, entraîne une baisse de la consommation ou des marges des entreprises. Ces deux facteurs devraient tôt ou tard rattraper le marché boursier américain. Nous sommes donc sceptiques quant au découplage croissant entre l'évolution des cours sur le marché américain des actions et la dynamique de croissance aux Etats-Unis. Dans l'ensemble, nous

continuons toutefois à privilégier les actions aux obligations. Dans les pays émergents, par exemple, les bénéfices des entreprises continuent de croître fortement. Les entreprises bénéficient d'une monnaie nationale forte et d'un dollar américain plus faible. Dans le même temps, les évaluations se situent à un niveau inférieur à la moyenne. Nous maintenons la surpondération des actions suisses, car nous escomptons un accord dans le litige douanier. De plus, nous investissons principalement dans de grandes entreprises suisses à dividendes élevés, présentes à l'échelle mondiale et produisant principalement sur place.

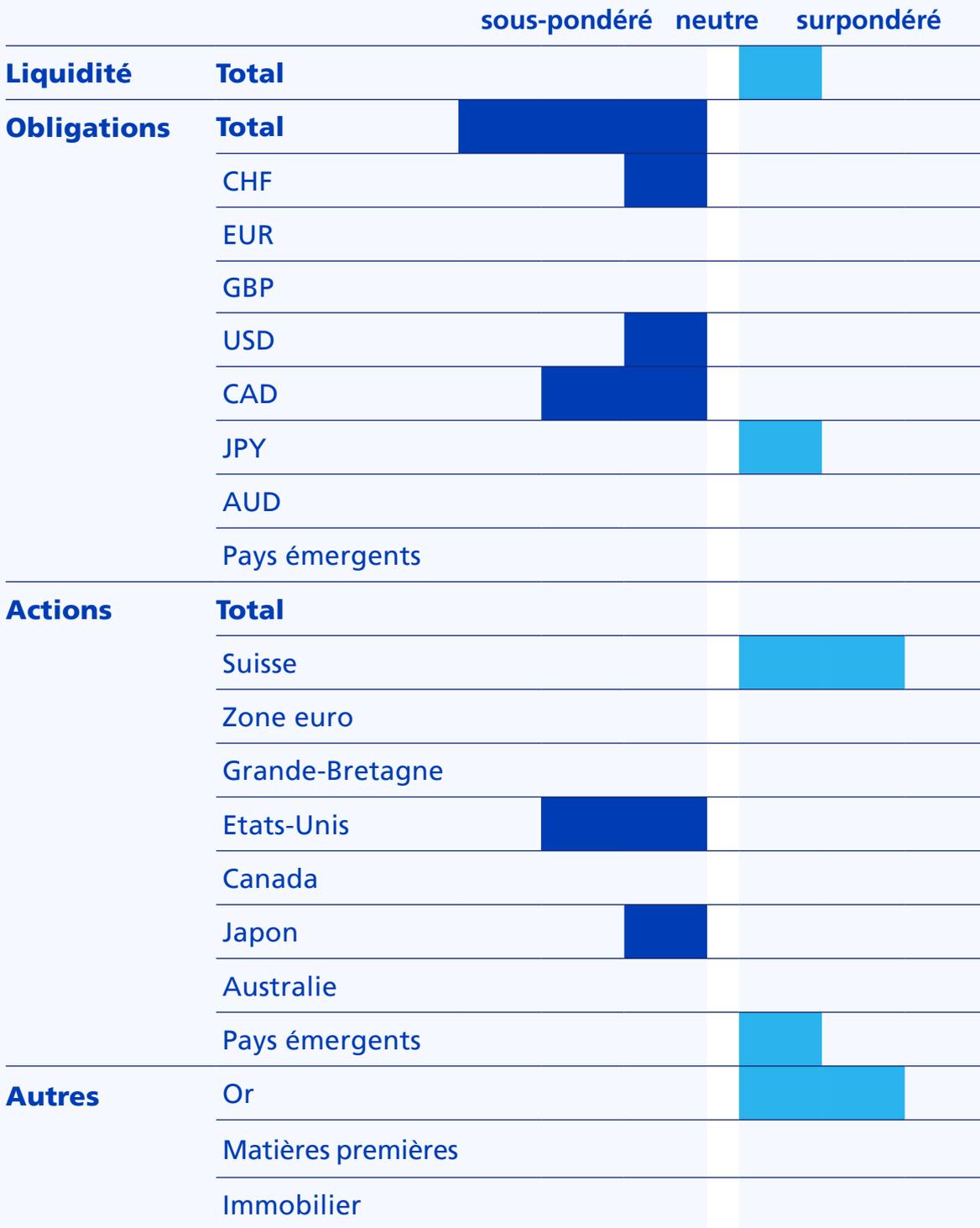
Le marché obligataire américain et le dollar américain envoient constamment des signaux d'avertissement: les droits de douane et l'augmentation de l'endettement comportent un risque de hausse de l'inflation et de ralentissement de la croissance. Les frais d'intérêts élevés sur la dette publique pèsent sur le budget des Etats-Unis et contribuent à maintenir

le déficit à un niveau élevé, raison pour laquelle nous considérons les obligations d'Etat américaines comme peu attrayantes. Au Japon, en revanche, la consolidation budgétaire se poursuit et les frais d'intérêts restent bas malgré un endettement élevé. En associant à cela la décote de la monnaie, le marché obligataire japonais nous semble intéressant.

Dans un contexte marqué par des risques géopolitiques accrus, le métal précieux or métal précieux constitue un instrument approprié de couverture et de diversification. En raison des achats importants effectués par différentes banques centrales, il offre également la promesse de nouvelles hausses de prix. Contrairement à l'augmentation de la dette des gouvernements, l'or reste par ailleurs une alternative aux monnaies classiques, l'offre étant limitée.

Vous trouverez nos prévisions actuelles sur: [zkb.ch/blog-anlegen](https://www.zkb.ch/blog-anlegen)

Graphique 3 : Allocation tactique des actifs de la stratégie de placement « Balance » (situation : 1.8.2025)



Mentions légales

La Zürcher Kantonalbank a élaboré cette publication en se basant sur les besoins et les spécificités de placement des institutions de prévoyance suisses. Ce document a un caractère informatif et publicitaire. Il est destiné à la distribution en Suisse et ne s'adresse pas aux investisseurs d'autres pays. Le présent document ne constitue ni une offre, ni une recommandation d'achat, de détention ou de vente d'instruments financiers ou d'achat de services. Il ne constitue pas non plus la base d'un contrat ou d'un engagement de quelque nature que ce soit. Les produits et services décrits dans ce document ne sont pas accessibles aux « US Persons » telles que définies par les réglementations applicables (notamment la réglementation S de l'US Securities Act de 1933). Il est recommandé de vérifier, éventuellement avec l'aide d'un conseiller ou d'une conseillère, l'adéquation des informations avec sa situation personnelle ainsi que leurs conséquences juridiques, réglementaires, fiscales et autres. Le présent document a été établi avec la diligence habituellement requise par la Zürcher Kantonalbank et peut contenir des informations provenant de sources tierces soigneusement sélectionnées. L'opinion des auteurs invités n'est pas tenue de coïncider avec celle de la Zürcher Kantonalbank. La Zürcher Kantonalbank ne donne aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations qui y figurent et décline toute responsabilité pour les dommages pouvant découler de l'utilisation du document ou des informations qu'il contient. Tout investissement comporte des risques, notamment de fluctuation de valeur, de rendement et éventuellement de change. Il est précisé que les éventuelles informations relatives à la performance historique ne constituent pas un indicateur de la performance actuelle ou future, et que les éventuelles données de performance indiquées ne tiennent pas compte des commissions et frais prélevés lors de l'émission ou du rachat de parts de fonds. Les éventuelles estimations de performance, de rendement et de risques futurs contenues dans ce document sont fournies à titre d'information uniquement. Elles ne constituent pas un indicateur fiable de résultats futurs.

Pour ce qui est des éventuelles informations relatives à la durabilité, nous attirons votre attention sur le fait qu'en Suisse, il n'existe pas de réglementation consensuelle ni de liste universelle de facteurs à prendre en compte pour garantir la durabilité des placements.

Sauf indication contraire, les informations contenues dans le présent document se réfèrent aux fonds Swissscanto domiciliés en Suisse (« Swissscanto (CH) ») et/ou au Luxembourg (« Swissscanto (LU) »), et/ou aux groupes de placement des Swissscanto Fondations de placement et/ou aux mandats de gestion de fortune auprès de la Zürcher Kantonalbank. Les seules sources d'information faisant foi pour l'acquisition de parts de fonds Swissscanto sont les documents actuels sur les fonds (p. ex. contrats de fonds/conditions contractuelles, prospectus de vente, informations clés pour l'investisseur ou feuilles d'informations de base ainsi que rapports de gestion), qui peuvent être obtenus sur swissscanto.com auprès de Swissscanto Direction de Fonds SA, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zurich, (qui représente également les fonds Swissscanto luxembourgeois), et dans toutes les agences de la Zürcher Kantonalbank. L'agent payeur en Suisse pour les fonds Swissscanto luxembourgeois est la Zürcher Kantonalbank, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zurich. Les seules sources d'information faisant foi pour les placements dans les groupes de placement des Swissscanto Fondations de placement sont les statuts, les règlements, les directives de placement ainsi que les prospectus éventuels de Swissscanto Fondation de placement ou de Swissscanto Fondation de placement Avant. Ces documents peuvent être obtenus auprès de Swissscanto Fondations de placement, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zurich.

La Zürcher Kantonalbank peut modifier, à tout moment et sans préavis, les informations contenues dans le présent document. Le présent document n'a pas été rédigé par le service « Analyse financière » au sens des « Directives en vue de garantir l'indépendance de l'analyse financière » publiées par l'Association suisse des banquiers et, en conséquence, n'est pas soumis à ces directives.

Lunch & Apéro Meeting Institutionnels

Voici nos thèmes principaux pour l'automne 2025:

Taux bas et franc suisse sous pression – Comment se positionner face à l'incertitude des marchés ?

Zürcher Kantonalbank

40 ans de LPP – Retour vers le futur

Prevanto SA

Nos rendez-vous:

7 octobre 2025, 11 h 30–14 h 00 | Lausanne

8 octobre 2025, 11 h 30–14 h 00 | Genève

8 octobre 2025, 17 h 30–20 h 00 | Fribourg

Inscription en ligne sur [ZKB](#) | [Registration Event](#)



Inscrivez-vous
dès aujourd'hui
pour réserver
votre place !