

Perspectives annuelles 2025

Taux d'intérêt et obligations

Bon cru attendu pour le rendement total du crédit

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Nov/Déc 2024*	Year-to-date*	Actuel	Nov/Déc 2024*	Year-to-date*
US	4,3%	4 pb	45 pb	75 pb	-9 pb	-24 pb
Zone euro	2,2%	-18 pb	18 pb	99 pb	-5 pb	-39 pb
UK	4,4%	-8 pb	83 pb	101 pb	-7 pb	-38 pb
CH	0,3%	-7 pb	-38 pb	68 pb	-1 pb	-14 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 12 décembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- L'issue de l'élection a fait se relever les prévisions de croissance du PIB réel et de l'inflation. Elles restent légèrement inférieures à celles de 2024, dans la logique d'un atterrissage en douceur.
- Pour 2025, les marchés prévoient désormais trois baisses de taux contre cinq auparavant. Nous en attendons quatre, de 25 pb chacune.

Zone euro

- La croissance de l'UEM devrait être bien inférieure à celle des Etats-Unis en 2025. En cause : la faible dynamique en Allemagne, en France et en Italie.
- L'inflation devrait donc se tasser davantage en 2025. Selon nous, la BCE procèdera à six baisses de 25 pb chacune en 2025.

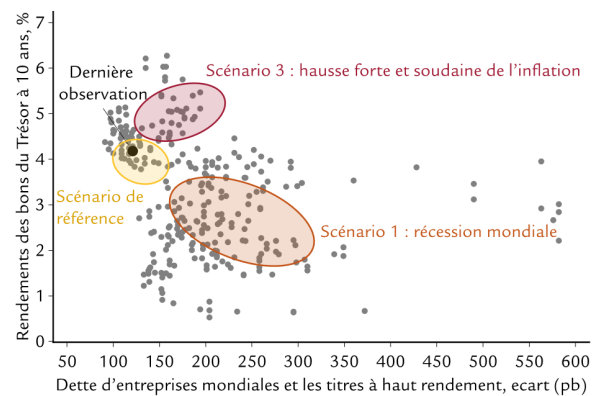
Royaume-Uni

- La présentation du budget en octobre 2024 a fait se relever les prévisions de croissance et d'inflation pour 2025. Toutefois, l'inflation devrait ralentir suffisamment pour que la Banque d'Angleterre devienne moins restrictive.
- Cinq baisses de taux directeur de 25 pb chacune sont prévues.

Suisse

- Une croissance du PIB faible mais constante est attendue. L'inflation devrait ralentir et approcher 0% en 2025.
- En décembre 2024, la BNS a abaissé à 0,5% son taux directeur – plus que prévu. Nous prévoyons une autre réduction de 25 pb en 2025.

Taux et écarts de crédit – scénarios économiques distincts



Sources: Bloomberg, ICE BofA, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 11/12/2024

Inflation et PIB américains ont dépassé les attentes en 2024. Malgré les difficultés, l'économie mondiale a résisté et les actifs risqués ont été rentables. Recul des écarts en 2024 (Etats-Unis, UEM et Royaume-Uni), la classe d'actifs engrangeant des afflux massifs. Mi-septembre, les marchés ont commencé à anticiper la victoire de Donald Trump. Les rendements des T-Bonds à 10 ans ont rebondi depuis les faibles niveaux de 2024 et conclu plus haut qu'au début de l'année. En Europe, les taux sont restés plutôt stables. Forts rendements globaux et resserrement des écarts ont porté la performance du crédit : 5,4% (EUR IG), 8,2% (EUR HY), 4,6% (USD IG) et 8,9% (USD HY). Le marché anticipe croissance et inflation en baisse en 2025, avec un nouvel assouplissement des politiques monétaires (scénario de référence). Dans ce scénario, le crédit IG reste une classe d'actifs attractive. Rendements supérieurs à la moyenne et probabilité de baisse des taux favoriseraient un crédit performant (en devise locale). Si les futures données divergent du scénario, la volatilité des taux et écarts pourrait être importante. Dans le scénario 3, taux et écarts sont supérieurs aux prévisions, pénalisant potentiellement les investisseurs comme les chiffres augmenteraient depuis leur niveau actuel. Une récession mondiale pourrait tout de même produire des rendements intéressants, car toute hausse des écarts devrait être compensée par une baisse plus marquée des taux d'intérêt (scénario 1).

Actions

Deux années solides, une perspective positive

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Nov/Déc 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	6,6%	28,4%
Zone euro	2,9%	11,0%
Royaume-Uni	2,8%	11,2%
Suisse	-0,7%	6,5%
Marchés émergents	-0,4%	11,2%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 12 décembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- En 2024 (toutes les données au 12 décembre), le marché signe presque +30%. Pour la septième fois de l'histoire seulement, deux années consécutives affichent des gains supérieurs à 20%.
- Une fois de plus, les géants de la tech ont porté la performance américaine, bondissant de près de 70%.
- Le marché américain est cher et sa valorisation, bien supérieure à celle de tous les autres.

Zone euro

- En 2024, le marché européen sous-performe l'américain (en devise locale) de 20%, soit la seconde plus sévère sous-performance des trente dernières années.
- Faible croissance et crainte d'effets négatifs des tarifs douaniers en sont les facteurs clés.
- La valorisation du marché européen reste neutre, mais il lui manque une étincelle pour dépasser celle de l'américain (en termes absolus et relatifs).

Royaume-Uni

- La performance et les difficultés du marché en 2024 ont été très similaires à celles de l'UEM.
- Ce marché profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

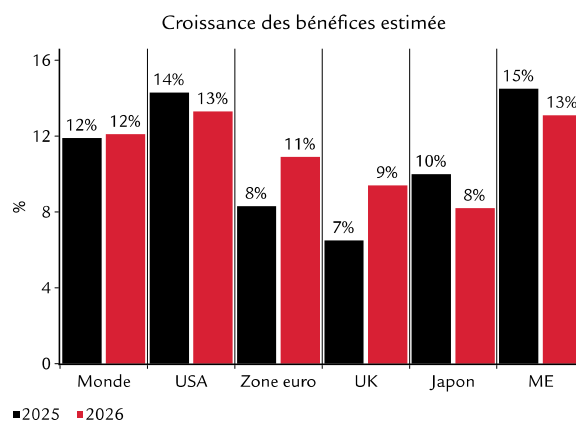
- Le marché suisse ferme la marche en 2024 : en cause, la faible performance des trois poids lourds de l'indice. Nestlé pèse 23% du SPI et affiche -20% en 2024.
- La valorisation des actions du marché suisse se situe dans la partie supérieure de la plage neutre.

Marchés émergents

- Malgré le rebond de septembre, il n'y a pas de bonne performance relative. Les titres latino-américains et sud-coréens notamment ont été atones en 2024.
- La décote est forte - et il suffirait d'une étincelle (comme en Europe) pour faire croître les valorisations.

Perspectives pour 2025

Nous estimons que 2025 peut être une nouvelle année positive, mais avec des gains inférieurs à ceux de 2023 et 2024. Cette prévision favorable s'appuie surtout sur le couple forte croissance américaine / politique monétaire souple, soit un terrain propice à la croissance des ventes et bénéfiques. Nous détaillons les aspects positifs et négatifs ci-dessous.



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

La valorisation est le souci majeur, surtout pour les actions américaines, et par extension celles des marchés développés. Quelle que soit la mesure utilisée, ces marchés sont très chers. Autre difficulté : aucune correction majeure n'a eu lieu en 2024 et le marché est très optimiste. La forte valorisation rend les prévisions à moyen et long terme sur le marché américain inférieures aux moyennes historiques. Côté positif, le contexte économique favorable : forte croissance (américaine notamment), accès au financement plus simple et taux directeurs attendus en baisse. Aussi, une croissance des bénéfices d'environ 10% est plutôt probable en 2025. Les mesures de relance en Chine ainsi que les baisses d'impôts et la dérégulation américaines sont aussi positives. Enfin, hormis aux Etats-Unis, les valorisations sont globalement neutres. Les facteurs positifs devraient l'emporter sur les négatifs en 2025. L'IA est un électron libre dont les effets positifs sont peut-être sous-estimés, comme son gain de productivité anticipé par les marchés. En un mot, notre perspective est positive pour les mois à venir et pour 2025. Notre scénario de référence prévoit un rendement total de 5% à 10%, cohérent avec la croissance des bénéfices (et sans expansion des multiples). Dans un scénario négatif de récession de l'économie mondiale, les rendements seraient négatifs. Dans un cas de figure très optimiste, sans conflit commercial, ils dépasseraient 10%.

Devises

Le dollar étend son empire

Aperçu des principales devises

	Nov/Déc 2024*	Year-to-date*	Avis 2025
EUR/USD	-3,8%	-5,2%	↘
EUR/CHF	-0,7%	0,5%	↘
GBP/USD	-1,8%	-0,5%	↘
USD/JPY	0,4%	8,2%	↗

* Variation au 12 décembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- En 2024, la vigueur de l'USD a juste fait une pause en été. Forte croissance économique et prévisions de politique monétaire ont été les principaux facteurs de sa force. Au bas de l'échelle figurent des devises latino-américaines comme le peso mexicain, plombé par les risques de conflit commercial.
- Le billet vert devrait rester solide en 2025. Le *carry* (différentiel de taux d'intérêt) devrait rester le principal moteur. Tandis que la Fed pourra réduire ses taux davantage, la BCE pourra le faire plus rapidement, ce qui préservera l'avantage de *carry* de l'USD.

Zone euro

- Nette dépréciation de l'EUR face à l'USD et à la GBP en 2024, mais en progression face aux autres grandes devises.
- L'EUR devrait rester faible en 2025. En cause : dynamique économique atone, politique monétaire assouplie et incertitude commerciale.

Royaume-Uni

- Une croissance plus forte que prévu et une moindre souplesse monétaire qu'attendu expliquent la résilience de la GBP en 2024.
- Le rapport GBP/USD devrait s'inverser quelque peu en 2025 - avec une baisse à la clé donc.

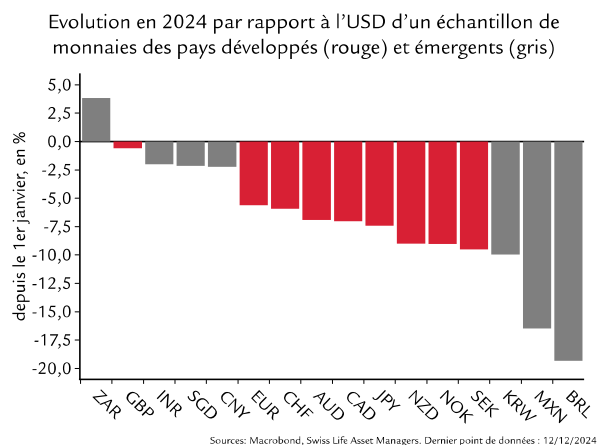
Suisse

- En 2024, le CHF est resté quasi neutre face à l'EUR.
- La paire EUR/CHF devrait reculer légèrement en 2025, le différentiel d'inflation restant favorable à une nouvelle appréciation du CHF.

Japon

- Une année 2024 volatile pour la paire USD/JPY, les prévisions de la politique de la Banque du Japon ayant fait le yo-yo.
- En 2025 et malgré la prévision d'un tour de vis de la Banque du Japon, la paire USD/JPY devrait augmenter.

An 1 de l'ère du billet vert



Voilà un an, nous prévoyions une année 2024 placée sous le signe d'un USD fort. En effet, après une année 2023 contrastée, le diagramme de rendement 2024 (voir ci-dessus) traduit la surperformance (presque) sans partage de l'USD. Unique exception, le rand sud-africain (ZAR), seule devise de cette analyse ayant réussi à s'apprécier face à l'USD. L'essentiel de la résilience du ZAR réside dans l'apaisement des risques politiques après les élections de mai qui ont produit un gouvernement de coalition. Autrement, la domination du billet vert a été portée par la forte croissance économique américaine et le *carry* évoluant en faveur du dollar. La tendance à la vigueur du billet vert devrait demeurer en 2025. Le retour de Donald Trump au pouvoir en janvier fait tabler le marché sur une politique budgétaire plus souple (baisses d'impôts et droits de douane ciblés). La vigueur de l'USD devrait en profiter. En Europe, grande incertitude et profonds remous politiques en Allemagne et en France devraient persister quelques mois, pesant sur l'EUR. De plus, la sous-performance des économies de l'UEM par rapport à l'américaine est structurelle. De nouveaux tarifs douaniers devraient l'aggraver. Selon nous, la BCE a ainsi les clés et les coudees franches pour effectuer plus de baisses de taux directeur que la Fed en 2025. Le delta de taux qui en résulterait favorisera l'USD. Cet avantage de *carry* est la base de notre avis positif sur l'USD en 2025. Outre l'EUR, le billet vert devrait également dominer la GBP et le JPY. Concernant le CHF, les flux vers les valeurs refuges devraient diminuer au vu de l'évolution de la situation au Moyen-Orient, tandis que l'économie suisse devrait rester solide.

Allocation d'actifs

Trajectoire 2025 légèrement positive – mais heurtée

Synthèse

- Les marchés financiers nous ont surpris en 2024. Attendus en baisse, les rendements obligataires ont augmenté, et malgré des valorisations élevées, les actions ont signé de jolis gains. Les faibles écarts de crédit se sont davantage resserrés.
- Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette situation : résilience de l'économie américaine, repli de l'inflation moins rapide que prévu, potentiel de l'IA pour la productivité et élection de Donald Trump. Les marchés financiers s'intéressent à la croissance future, attendue en excellente forme. Mais cela signifie que les valorisations n'ont que peu de poids. Le pari est que la croissance des bénéfiques justifiera le niveau élevé de valorisation.

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

- En 2025, le rendement des marchés financiers pour un investisseur diversifié devrait être légèrement positif. Côté actions, la forte valorisation résulte surtout de cours élevés d'une poignée de mastodontes, et bien d'autres segments sont abordables. Considérant les nombreux risques (géo)politiques et les fortes valorisations, la volatilité sera de la partie. Cependant, notre scénario de référence postulant une solide croissance économique, toute correction serait une opportunité d'achat. Cela pourrait induire des rebonds rapides, surtout dans les segments accessibles (petites capitalisations et titres européens).
- Prudence côté dette d'entreprise, les faibles écarts créant des risques asymétriques. Le potentiel de resserrement est limité dans un scénario favorable, alors que celui d'un creusement est important dans un cas de figure négatif pour l'économie. Entre une surévaluation des actions ou des obligations, notre choix se porte sur les premières.
- Les rendements obligataires sont attractifs – surtout ceux du Trésor. Ceux en EUR un peu moins, et en CHF pas du tout. Le scénario de référence prévoit une baisse limitée des rendements des T-Bonds. Toutefois, la dette souveraine devrait parer le risque de correction du marché des actions.

2024 très surprenante, 2025 positive et volatile

Nous attendions des rendements obligataires solides et légèrement positifs pour les actions en 2024. L'année s'est déroulée quelque peu différemment : les premiers cités (sauf en CHF) ont augmenté, et les marchés mondiaux des actions ont été solides. Le tableau suivant décrit le rendement simulé en 2024 pour un portefeuille composé à 50% d'obligations et à 50% d'actions en CHF et en EUR.

Portefeuille 50% obligations/50% actions – simulation

Devise du portefeuille	Rendement 2024 year-to-date*
CHF	12,5%
EUR	13,4%

Allocation : 40% d'obligations d'État et d'obligations IG nationales, 10% d'obligations d'entreprises IG mondiales (couvertes contre le risque de change), 20% d'actions « nationales » et 30% d'actions « mondiales » des pays développés (non couvertes). Les calculs sont basés sur des indices et n'incluent pas les frais

* Variation au 11 décembre. Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Portefeuille en CHF

- Bonne tenue du portefeuille équilibré en CHF grâce à un surprenant bon cru 2024 des obligations en CHF et à des actions mondiales solides. Cela efface partiellement la faiblesse des actions suisses, le timide rendement de la dette d'entreprise mondiale et l'impact de l'appréciation du CHF.
- Notre scénario de référence prévoit un rendement bien inférieur – mais positif – pour ce portefeuille. En effet, les emprunts en CHF et les actions mondiales devraient être moins performants qu'en 2024. De plus, le CHF va rester sous pression haussière, surtout face à l'EUR.

Portefeuille en EUR

- La performance est meilleure. Les rendements obligataires en EUR, inférieurs à ceux en CHF, ont été plus que compensés par la performance relative bien meilleure des actions de l'UEM et de l'effet positif du recul de l'euro.
- Notre scénario de référence pour 2025 prévoit des rendements en repli, mais positifs. Les baisses de taux vont porter les emprunts en EUR et le marché actions de l'UEM pourrait s'améliorer, car sa valorisation est attractive, ce qui soutient la performance du portefeuille.

Swiss Life Asset Managers



Sven Kreitmair
Portfolio Manager Fixed Income
sven.kreitmair@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
✕ @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



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



José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@swisslife-am.com

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

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.