

Mai 2025

Taux d'intérêt et obligations

Le « Liberation Day » fait bondir les écarts

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Avr. 2025*	Year-to-date*	Actuel	Avr. 2025*	Year-to-date*
US	4,2%	-4 pb	-41 pb	106 pb	12 pb	26 pb
Zone euro	2,4%	-29 pb	8 pb	112 pb	14 pb	10 pb
UK	4,4%	-23 pb	-13 pb	122 pb	11 pb	26 pb
CH	0,3%	-27 pb	0 pb	82 pb	13 pb	13 pb

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

Etats-Unis

- Avec les droits de douane annoncés le 2 avril lors du « Liberation Day », les écarts HY et IG ont bondi sur fond de hausse du risque de récession. Les données réelles résistent, mais cela pourrait ne pas durer.
- Bien que la Fed se montre patiente, nous prévoyons toujours quatre baisses de taux en 2025, avec une première en juin. Hausse de l'incertitude de politique commerciale et son effet néfaste pour l'économie l'expliquent.

Zone euro

- Creusement des écarts HY et IG en EUR. Repli des rendements à 10 ans en avril, la guerre commerciale pesant sur la prévision de croissance mondiale. Les chiffres européens sont relativement solides et les données réelles indiquent une stabilisation.
- La BCE a réduit son taux directeur de 25 pb en avril ; nous attendons trois autres baisses en 2025.

Royaume-Uni

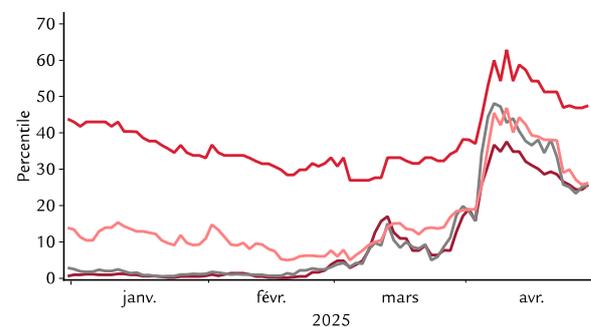
- La baisse des prévisions de croissance a fait se creuser les écarts IG en avril. Idem pour les taux à 10 ans.
- Avec une perspective de croissance plus faible et de hausse du chômage, la BoE devrait réduire son taux directeur à quatre reprises cette année.

Suisse

- Les prévisions de croissance du PIB ont baissé à l'annonce des droits de douane. Conséquence : hausse des écarts IG et baisse des taux à 10 ans.
- La BNS devrait baisser son taux directeur en juin 2025, l'amenant à 0%.

Des écarts volatils en avril

Percentile des écarts de crédit ajustés des options depuis mars 1999



— ICE BofA Euro HY Index — ICE BofA Euro IG Index
— ICE BofA US HY Index — ICE BofA US IG Index

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Dernier point de données : 30.04.2025

Après les annonces de droits de douane « réciproques » du 2 avril, les écarts de crédit se sont creusés, entraînant une hausse des prévisions d'inflation et de probabilité de récession américaines, et une baisse de celles de la croissance du PIB. Les écarts de crédit se sont creusés début avril (en EUR et en USD). En termes de percentiles (données remontant jusqu'au 31/03/1999), ce creusement entraîne une normalisation à la fois sur l'IG et le HY, depuis des niveaux très bas historiquement de moins de 5% à environ 25%. Malgré le resserrement en seconde quinzaine d'avril, nous sommes neutres sur l'IG et le HY en EUR et en USD en mai. En dépit du risque de récession américaine au S2 2025, la récente hausse des écarts tient déjà compte d'un certain affaiblissement fondamental. La récession attendue est courte et superficielle, portée par un apaisement des tensions commerciales (p. ex. suspension de taxes, davantage d'exemptions ou d'accords) et par des baisses de taux de la Fed. Côté duration, les rendements des T-Bonds à 2 et 10 ans devraient baisser. Idem en zone euro pour les rendements à 2 ans ; nous sommes en revanche neutres sur les taux à 10 ans. Concernant la Suisse, nous sommes neutres sur l'ensemble de la courbe des obligations d'Etat.

Actions

Le grand 8 de la politique américaine aux commandes

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Avr. 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	-0,5%	-5,1%
Zone euro	0,2%	7,7%
Royaume-Uni	-0,8%	5,6%
Suisse	-2,7%	5,8%
Marchés émergents	1,3%	4,3%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 30 avril. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Après une forte correction en première quinzaine d'avril (-10%), le marché s'est redressé et finit le mois quasi neutre.
- Les événements politiques imprévisibles, dont les annonces de droits de douane lors du « Liberation Day » l'expliquent pour l'essentiel. De plus, le potentiel limogeage de Jerome Powell a rendu les marchés très nerveux. Donald Trump a rétrogradé en voyant la réaction du marché, et ce dernier s'est redressé.
- Malgré la correction, le marché américain reste cher.

Zone euro

- Les marchés européen et britannique sont les meilleurs élèves cette année, surperformant l'américain d'environ 13% en devise locale.
- Forts afflux vers les actions européennes cette année.
- La valorisation du marché européen reste globalement neutre et bien plus attractive que les actions américaines.

Royaume-Uni

- Défensif, le marché britannique signe la même performance que celui de l'UEM.
- Il profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

- Mauvais mois d'avril pour les actions suisses. Après trois mois moroses, les petites capitalisations ont surperformé les grandes d'environ 3%.
- Ce marché se situe dans la partie supérieure de la plage neutre.

Marchés émergents

- En avril, ils surperforment tous les marchés développés.
- Seconde plus grande pondération de l'indice, l'Inde en particulier a été performante : +10% en mars et +3,6% en avril.

Phases de forte volatilité : et après ?

Le marché a été exceptionnellement volatil dernièrement. L'indice VIX, qui mesure la volatilité (attendue) à court terme du marché américain des actions sur la base des prix des options, a franchi la barre des 50. En temps « normal », le VIX se situe autour de 20. Ces pics ne sont pas inhabituels lors de marchés baissiers et en périodes d'incertitude anormalement élevée comme actuellement ou lors de la crise du covid. En 2020, le VIX a par exemple atteint 80 points. Historiquement, il existe une forte corrélation entre pics de volatilité et performance consécutive des actions.

Pics de volatilité (VIX > 50) et performance de marché

S&P 500 : performance après clôture de l'indice VIX > 50					
	M+1	M+3	M+6	M+12	M+24
% des rendements positifs	55.4	35.1	68.9	98.7	100
Médiane	1.6	-7.3	5.8	26.6	39.4
Max.	22.8	38.3	46.8	71	94.8
Min.	-22.9	-24.9	-21.1	-0.4	9.8

Source : Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Données de 1990 à 2025

Selon les données historiques, les rendements du marché actions sont très positifs après des pointes du VIX à plus 50. Plus la période est longue, meilleure est la performance et plus grande est la part des résultats positifs. Sur un horizon d'un an, près de 100% des rendements sont dans le vert, et le pire résultat est très proche de 0%. Comment expliquer cette évolution positive ? Il y a deux principales raisons. Les pics de volatilité interviennent souvent lors de marchés baissiers ou de fortes corrections. Des phases généralement brèves, de quelques jours à plusieurs mois. Après ces épisodes, les valorisations sont souvent plus intéressantes, les taux directeurs ont diminué et la perspective économique s'améliore. A court terme, les marchés tendent à réagir de façon excessive aux mauvaises nouvelles. L'incertitude s'estompant, les marchés réévaluent les risques et se reprennent.

Que se passera-t-il cette fois ? Il y a de bonnes chances que sur les 12 prochains mois, les marchés actions confirment ce schéma. Les raisons ? 1. Les négociations pourraient donner de bons résultats. 2. Les taux directeurs vont baisser. 3. La relance budgétaire en Europe et les baisses d'impôts aux Etats-Unis portent les marchés. Mais deux grands risques pèsent : 1. Nous sommes trop optimistes quant aux négociations commerciales. 2. Même après la correction, la valorisation du marché américain reste élevée.

Devises

L'USD continue de glisser

Aperçu des principales devises

	Avr. 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	4,7%	9,4%	→
EUR/CHF	-2,1%	-0,4%	↘
GBP/USD	3,2%	6,5%	→
USD/JPY	-4,6%	-9,0%	→

* Variation au 30 avril. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Nouveau repli de l'USD en avril, qui cède du terrain à toutes les grandes devises. L'ampleur des droits de douane annoncés le 2 avril était sous-estimée et la confiance dans les actifs américains a souffert.
- Le sentiment envers l'USD est morose, et le positionnement court en USD et long en EUR est à un niveau élevé. Considérant le risque d'inversion, nous préférons rester neutres sur la paire EUR/USD.

Zone euro

- Surperformance de l'EUR en avril, le marché le considérant comme une valeur refuge et liquide après les annonces du 2 avril.
- D'une perspective de politique monétaire, aucune impulsion pour le marché des changes n'est à prévoir. Nos prévisions concernant la politique de la BCE et de la Fed sont en ligne avec le marché.

Royaume-Uni

- Nouvelle forte appréciation de la GBP face à l'USD en avril, passant même brièvement 1,34. Mais la GBP a cédé un peu de terrain à l'EUR.
- Notre position est neutre pour les paires GBP/USD et EUR/GBP pour le mois de mai.

Suisse

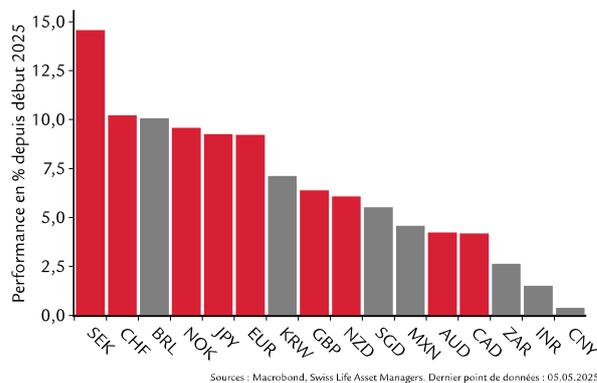
- Conformément à nos attentes, le repli du CHF face à l'EUR en mars s'est inversé en avril. La paire EUR/CHF est repassée sous 0,93 mi-avril.
- La forte incertitude de politique commerciale devrait porter le caractère de valeur refuge du CHF. La paire EUR/CHF devrait baisser en mai.

Japon

- Après avoir raté le coche du faible USD en mars, le JPY lui a pris 4,8% en avril, soit la seconde meilleure performance.
- Nous sommes neutres sur la paire USD/JPY pour mai.

Billet vert et crise de confiance

Performance en cumul annuel face à l'USD : sélection de devises de marchés développés (en rouge) et marchés émergents (en gris)



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 05.05.2025

Aucun répit pour l'USD en avril. Les annonces de politique commerciale américaine et les commentaires du président quant à l'indépendance de la Fed ont intensifié la crise de confiance dans les actifs américains. Résultat : vente massive de l'USD. La perspective de fond demeure difficile pour l'USD et la probabilité de récession américaine augmente. Les données de l'économie américaine venant d'être publiées restent solides ; elle entre dans cette phase difficile avec un élan positif. Mais, contrastant avec la perte de confiance, les effets négatifs de la guerre commerciale seront sûrement visibles en différé dans les données réelles. Ils pèseront sur l'activité économique au second semestre. Nos économistes ont abaissé la prévision de croissance du PIB américain en 2025 de 1,8% à 1,4%. Ils ont également légèrement revu à la baisse les prévisions de croissance pour l'UEM. En plus du repli de la demande mondiale, le haut niveau d'incertitude devrait peser lourd sur l'investissement des entreprises et la consommation des ménages en zone euro. Néanmoins, la hausse ininterrompue de la paire EUR/USD en avril traduit autant la vigueur relative de l'EUR que la défiance vis-à-vis de l'USD. Les différentiels de taux réels sur cinq ans continuent de progresser en faveur de l'EUR, expliquant l'essentiel de son appréciation. En parallèle, la paire EUR/USD s'est déconnectée du différentiel de taux d'intérêt nominal à deux ans. La position marquée des investisseurs (« short » en USD et « long » en EUR) prouve que le billet vert n'est pas en odeur de sainteté. A la clé, un risque latent de baisse de la paire EUR/USD en cas de débouclage soudain de ces positions. Globalement, nous préférons rester neutres sur la paire EUR/USD en mai.

Allocation d'actifs

Un mois confus

Synthèse

- Les taxes américaines punitives annoncées le 2 avril ont généré une forte correction des marchés mondiaux, toutes classes d'actifs et régions confondues.
- Elles ont renforcé les doutes quant aux T-Bonds et à l'USD comme valeurs refuges, avec dépréciation et hausse de la volatilité des rendements à la clé.
- Les marchés ont comblé leurs pertes après l'annonce d'exceptions et d'une pause de 90 jours.

Allocation d'actifs : avis actuels

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

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

- Nous avons ramené à neutre notre exposition aux actions, tout en gardant la surpondération des emprunts d'Etat et la sous-pondération des crédits.
- L'incertitude reflue, mais la situation reste floue et les risques substantiels. Les marchés actions restent volatils, sans intégrer pleinement les risques pour la croissance et les bénéfices. Nous avons donc ramené notre exposition à neutre.
- Les rendements souverains n'ont pas tout à fait réagi comme prévu dans l'agitation du marché. Les niveaux (E.-U. et Europe) restent élevés vu le contexte actuel. Les rendements devraient baisser à mesure que les données économiques moroses affluent.
- L'assouplissement après le pic initial place les écarts inférieurs à la moyenne à long terme et aux niveaux attendus considérant les risques macroéconomiques.

Forte volatilité des marchés malgré la désescalade

L'annonce des droits de douane par Donald Trump le 2 avril a choqué les marchés financiers par leur ampleur et la méthode de calcul. Les mesures de l'administration américaine qui ont suivi ont révélé l'infaisabilité du plan et le risque de dégâts majeurs pour les économies mondiale et américaine. Depuis, les marchés se sont repris à la suite des ajustements, concessions, pauses et « négociations » en cours. Mais l'incertitude reste élevée, créant de la volatilité. Réorganiser les chaînes logistiques mondiales d'ici fin juin relève de l'utopie, ouvrant la porte à d'autres concessions et à une concentration sur les questions intérieures. Cette incertitude va différer les décisions d'investissement et réduire la consommation privée, pénalisant la croissance mondiale comme américaine.

Les marchés actions ont retrouvé les niveaux du 2 avril, mais n'intègrent pas pleinement les effets macro à long terme de la politique américaine. Ils devraient donc rester nerveux. Nous restons globalement neutres sur les actions, privilégiant la tactique et surpondérer les marchés qui pourraient profiter d'une modération de la politique commerciale américaine.

La forte dépréciation de l'USD et le comportement des bons du Trésor en avril sont le signe que leur statut de valeur refuge est remis en question. Les investisseurs diversifient, mettant la pression sur les cours de change et les rendements obligataires. Le plein impact sur les rendements américains ne sera pas immédiat en raison du manque d'alternatives efficaces. Les niveaux élevés actuels se heurtent au ralentissement économique attendu aux Etats-Unis et dans la plupart des pays. Ainsi, nous surpondérons la dette souveraine pour l'heure.

Après un creusement initial, les écarts ont baissé et restent sous les moyennes historiques. Ces écarts serrés ne sont pas cohérents avec le risque accru de sérieux ralentissement de la croissance. Nous continuons donc de sous-pondérer cette classe d'actifs.

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.