

Juin 2025

Taux d'intérêt et obligations

Déficit budgétaire inquiétant et actualité douanière

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Mai 2025*	Year-to-date*	Actuel	Mai 2025*	Year-to-date*
US	4,5%	32 pb	-9 pb	88 pb	-18 pb	8 pb
Zone euro	2,6%	11 pb	19 pb	101 pb	-11 pb	-1 pb
UK	4,7%	29 pb	16 pb	111 pb	-11 pb	15 pb
CH	0,3%	-1 pb	-1 pb	77 pb	-4 pb	8 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 28 mai. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Ecart de crédit et rendements des T-Bonds volatils suite aux annonces des droits de douane et à l'inquiétude due au déficit budgétaire. Les rendements à 2 et 10 ans ont donc augmenté en mai.
- Comme prévu, la Fed a laissé son taux directeur inchangé. Nous attendons toujours quatre baisses en 2025, les droits de douane élevés commençant à ralentir l'économie au S2 2025.

Zone euro

- Resserrement des écarts HY et IG en EUR ; les rendements des obligations d'Etat augmentent moins que les américains.
- La désinflation se maintenant, la BCE devrait baisser ses taux à trois autres reprises cette année, dont la prochaine en juin.

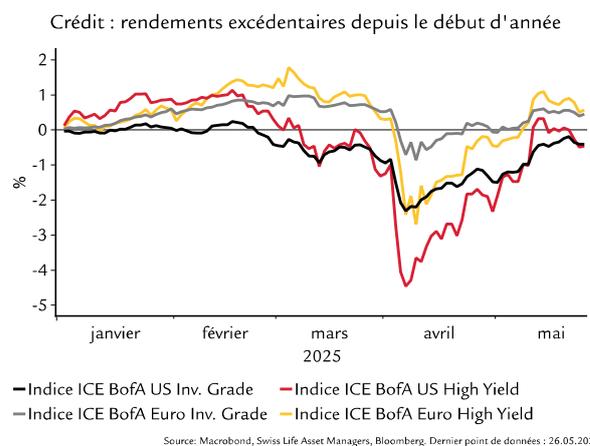
Royaume-Uni

- Resserrement des écarts de crédit IG après le creusement d'avril. Hausse des rendements des obligations d'Etat sur l'ensemble de la courbe.
- Le 8 mai, la Banque d'Angleterre a réduit son taux directeur à 4,25%, et trois autres baisses devraient suivre en 2025, dont la prochaine en août.

Suisse

- Les écarts IG se sont resserrés. Raidissement de la courbe en raison d'un repli plus marqué à son extrémité courte.
- Pour affaiblir le CHF et freiner la désinflation, la BNS devrait baisser son taux directeur à -0,5% (-50 pb en juin et -25 pb en septembre).

Nouveau rebond du rendement excédentaire



Source: Macrobond, Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Dernier point de données : 26.05.2025

Le rendement excédentaire désigne le surplus de rendement du crédit sur la dette souveraine. Depuis janvier 2025, celui du crédit IG et HY a encore grimpé vis-à-vis des obligations gouvernementales. Cela est dû au net resserrement des écarts des classes d'actifs de crédit en mai, supérieur à la hausse des rendements des emprunts souverains. Avec la plus grande sensibilité aux écarts du HY comparé à l'IG, les rendements excédentaires ont été plus élevés sur le premier que sur le second en mai. C'est l'USD HY qui signe la plus forte hausse en mai, porté par un net resserrement sur fond de rétropédalage sur les tarifs douaniers sino-américains. A noter que les rendements excédentaires depuis le début de l'année sont positifs sur le crédit EUR, mais négatifs en USD. Après un resserrement des écarts en mai, le risque d'un creusement à cause des droits de douane américains et l'impact économique négatif en résultant a encore augmenté. Nous prévoyons donc un creusement des écarts HY vu sa sensibilité plus élevée ; nous sommes neutres sur les écarts de crédit IG en EUR et en USD en juin. Concernant la durée, les rendements de la dette souveraine à 2 et 10 ans devraient baisser en juin aux Etats-Unis et en zone euro.

Actions

Vendre en mai et s'en aller ?

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Mai 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	6,0%	0,6%
Zone euro	5,7%	13,8%
Royaume-Uni	2,7%	8,5%
Suisse	1,4%	7,2%
Marchés émergents	4,8%	9,3%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 28 mai. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Un mois de mai très positif pour le marché américain. Volte-face côté taxes douanières sur les importations chinoises et report de droits plus élevés pour l'UE ont joué.
- Parti de très bas en avril, le marché reprend près de 20% – l'un des rebonds les plus rapides et marqués de l'histoire.
- Le marché américain est ainsi redevenu très cher. Seules les petites capitalisations évoluent dans la plage de valorisation normale.

Zone euro

- Les actions de l'UEM font jeu égal avec les américaines en mai. C'est le seul grand marché en hausse de plus de 10% depuis le début d'année.
- La crainte d'une hausse des taxes douanières a causé une très brève correction. Après leur report de juin à juillet, le marché s'est repris et a de nouveau surperformé l'américain.
- La valorisation du marché européen croît et dépasse les moyennes historiques. Le taux de décote par rapport à l'américain reste toutefois significatif.

Royaume-Uni

- En mai, le marché britannique a sous-performé les autres de par son caractère très défensif.
- Il profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

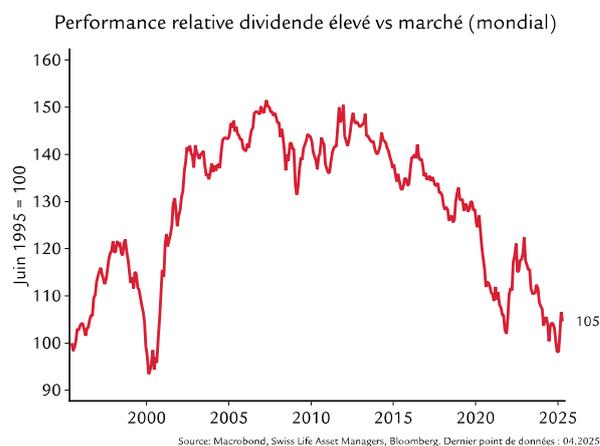
- Nouveau mois de sous-performance pour les actions helvètes, les petites capitalisations surperformant les grandes et les devançant depuis début 2025.
- Le marché est désormais également au-dessus de la plage neutre en termes de valorisation.

Marchés émergents

- En mai, les marchés émergents affichent une performance positive.
- Les valorisations restent justes et bien inférieures à celles des grands marchés.

Investissement à dividende (élevé)

Depuis 30 ans, investir dans les titres à dividende élevé a la cote. Sur le long terme, leur rendement est similaire à celui du marché dans son ensemble. Mais ces 15 dernières années, notamment les deux dernières d'entre elles, l'univers du dividende élevé sous-performe nettement de par sa bien plus faible exposition aux titres informatiques et aux Magnificent 7. Historiquement, les dividendes jouent un rôle crucial dans le rendement des actions. Aux Etats-Unis, près de 50% des rendements totaux depuis 1871 en proviennent. Cette part est en repli ces dernières années, les entreprises rachetant des actions.



L'investissement à dividende élevé affiche cinq caractéristiques principales : 1. Sur le long terme, sa performance est quasi similaire aux grands indices de marché. 2. Les dividendes sont bien plus élevés (les indices MSCI correspondants ont un rendement de 50% supérieur à ceux des grands indices du marché). Ils servent à amortir le risque. 3. Il est moins risqué en termes de volatilité, part de secteurs cycliques et concentration. 4. La valorisation est plus faible : les entreprises ont moins de dette mais une rentabilité similaire. 5. La croissance des bénéficiaires est inférieure à celle du marché en général. Au fond, le style dividende élevé affiche une performance analogue au marché en plus d'aspects attractifs. A quel prix ? En période fortement haussière, la performance est moindre. Réussir dans l'investissement à dividende élevé passe par des indicateurs de qualité pour évaluer la durabilité de son rendement. Nous pensons que ce type d'investissement est très attractif en ce moment. La valorisation relative est faible, la sous-performance sur 15 ans semble terminée et l'environnement de faibles taux d'intérêt ayant porté le dernier marché haussier n'existe plus.

Devises

L'USD victime d'une crise de confiance

Aperçu des principales devises

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

* Variation au 28 mai. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Après la vente massive d'avril, l'USD a repris du terrain en première quinzaine de mai avant de reculer. Pondérée des échanges, la performance du USD a tutoyé le zéro en mai.
- Le sentiment envers l'USD est morose, et le positionnement court en USD et long en EUR est à un niveau élevé. La crise de confiance devrait durer et entraîner un repli de l'USD en juin.

Zone euro

- Même si les différentiels de taux d'intérêt entre la zone euro et les Etats-Unis se sont creusés au détriment de l'EUR, la paire EUR/USD clôture mai à 1,13, plus ou moins son niveau de début de mois.
- La Fed devrait effectuer deux baisses supplémentaires et la BCE une seule de plus que prévu actuellement par les marchés d'ici fin 2025. C'est aussi pourquoi nous prévoyons un raffermissement de la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- La GBP s'est appréciée face à l'USD et à l'EUR en mai. Chiffres d'inflation plus élevés que prévu et révision à la baisse du nombre de réduction de taux ont peut-être joué.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/GBP mais prévoyons une hausse de la GBP face au dollar en juin.

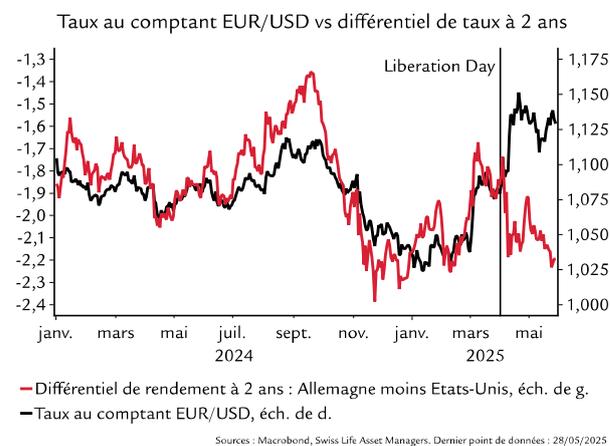
Suisse

- Le CHF est resté quasi inchangé face à l'EUR et à l'USD en mai.
- Nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF malgré les taux négatifs attendus côté BNS en juin.

Japon

- Performance plutôt faible du JPY en mai, en repli de plus de 1% pondéré des échanges.
- Prévoyant un USD plus faible, nous sommes neutres sur la paire USD/JPY en juin.

EUR/USD : la crise de confiance éclipse le carry



Le billet vert reste sous pression. Même si les droits de douane « réciproques » de Donald Trump ont vite été suspendus pour 90 jours, le *Liberation Day* du 2 avril a marqué la rupture de corrélation entre la performance de l'USD et le carry. Ce différentiel de taux d'intérêt était, de loin, le principal moteur de la performance de la paire EUR/USD la plus échangée (voir graphique), mais ce n'est plus le cas. Sur le marché financier, l'USD est l'instrument le plus touché par la crise de confiance causée par l'administration Trump, au gré de sa politique économique chaotique, des attaques contre les institutions et des menaces voilées contre les investisseurs étrangers, en T-Bonds notamment. Si nous pensons que le *Liberation Day* a peut-être marqué le pic du conflit, la confiance ne sera pas restaurée de sitôt. L'attention se tourne vers la politique budgétaire américaine et le *big beautiful bill* au Congrès, créant une potentielle nouvelle source d'inquiétude pour ces investisseurs. L'actuelle proposition de la chambre basse postule un déficit budgétaire inchangé de 7% du PIB ces prochaines années. Il passe à 6% si les recettes douanières sont prises en compte (voir nos *Perspectives Conjoncture* pour des informations détaillées). La trajectoire de la dette reste intenable, surtout si l'incertitude en matière de politique économique, la baisse de l'immigration et les droits de douane économiquement inefficaces commencent à peser sur le potentiel de croissance. La crise de confiance et les affres budgétaires expliquent notre prévision d'un USD faiblissant malgré son avantage de carry.

Allocation d'actifs

Retour à la case départ

Synthèse

- En mai, les marchés des actions ont continué de rebondir après la correction déclenchée par les droits de douane annoncés le 2 avril. Une reprise portée par divers ajustements et reports de taxes ainsi que par des négociations commerciales.
- Cette confiance a également profité aux marchés du crédit, avec resserrement des écarts à la clé. La hausse des rendements de la dette souveraine, américaine surtout, a en revanche pénalisé la performance.
- Les rendements obligataires souverains sont dans l'ensemble négatifs en mai, à l'exception notable des emprunts de la Confédération.

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 ne modifions pas notre allocation d'actifs. Maintenant que les pertes causées par l'annonce du 2 avril ont été reprises, les fondamentaux économiques cristallisent l'attention. Il nous faut toutefois anticiper de potentiels pics de volatilité, la date butoir pour les négociations douanières arrivant en juillet.
- L'amélioration du moral du marché étaye notre allocation neutre en actions, même si les fondamentaux sous-jacents sont plutôt faibles. Pour nous, il y a toujours une marge de reprise pour les marchés, mais les risques augmentent clairement.
- La récente hausse des rendements des T-Bonds, bien que compréhensible, est peu compatible avec notre scénario de référence qui prévoit repli de la croissance et hausse seulement temporaire de l'inflation suite aux taxes douanières. Nous maintenons donc la surpondération de la dette souveraine et sous-pondérons le crédit. Les écarts restent très serrés et ne reflètent pas fidèlement les risques actuels.

Retour à la case départ !

Au Monopoly, cette carte vous renvoie au début du plateau, sans que vous receviez la somme habituellement promise. Un schéma similaire s'est joué sur les marchés financiers. Après les annonces des droits de douane « réciproques » du 2 avril par Donald Trump, marchés mondiaux des actions et du crédit ont plongé, avant de revenir aux niveaux du début d'année. Et ensuite ? Jouons cartes sur table.

Notre scénario économique de référence prévoit un ralentissement économique au S2 2025, sans véritable récession mondiale. L'inflation devrait continuer de ralentir en Europe, alors qu'elle augmentera temporairement aux Etats-Unis en raison des taxes douanières. Les fondamentaux des actions ont peu évolué depuis janvier. Selon les analystes, la croissance des bénéfices des grandes entreprises des marchés développés ces deux prochaines années sera de 7% à 11% par an, un rythme historiquement soutenu. Des projections optimistes qui devront passer l'épreuve du feu, d'autant plus que les valorisations des actions américaines restent élevées et que les européennes sont désormais neutres. Des bénéfices décevants pourraient causer une correction. Mais si les négociations avancent, les marchés actions pourraient rebondir ces prochaines semaines. Nous restons neutres sur les actions globalement.

Les taux d'intérêt restent élevés aux Etats-Unis, et en Europe dans une moindre mesure. La Suisse, toujours considérée comme une valeur refuge, affiche toujours des taux très faibles. Si l'inquiétude autour de la dette souveraine et la perte de confiance dans les actifs américains peuvent justifier des rendements obligataires plus élevés, les niveaux actuels sont incohérents avec une économie en repli. Ils devraient donc baisser.

Historiquement bas fin 2024, les écarts de crédit ont retrouvé ce niveau en mai après un timide creusement en avril. Pour certains analystes, la situation est justifiée car les emprunts d'Etat sont perçus comme de plus en plus risqués. Le risque de défaut du Trésor demeure très faible toutefois. Comme observé après le 2 avril, les turbulences tendent toujours à creuser les écarts et à faire baisser les rendements, quoique de manière moins spectaculaire que lors d'épisodes antérieurs. Nous jugeons donc le crédit coûteux et sous-pondérons la classe d'actifs, alors que nous maintenons la surpondération des emprunts d'Etat.

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
✕ @kuenzi_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 VII's 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, filiale de Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.