

Avril 2025

## Taux d'intérêt et obligations

Flou douanier et creusement des écarts

### Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Mar. 2025*	Year-to-date*	Actuel	Mar. 2025*	Year-to-date*
US	4,4%	19 pb	-18 pb	90 pb	3 pb	10 pb
Zone euro	2,8%	39 pb	43 pb	91 pb	0 pb	-11 pb
UK	4,8%	33 pb	25 pb	105 pb	10 pb	9 pb
CH	0,7%	23 pb	38 pb	67 pb	2 pb	-2 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.

\* Variation au 27 mars. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Creusement des écarts sur les segments HY et IG, les taxes à venir pèsent sur le moral des ménages et des entreprises. Hausse de l'inflation et perspectives de croissance plus faible effraient les investisseurs.
- La Fed n'a pas bougé son taux directeur, mais a signalé une croissance plus faible et une inflation plus élevée. Avec le ralentissement économique à venir, nous prévoyons toujours quatre baisses en 2025.

### Zone euro

- Creusements des écarts EUR HY en mars. Hausse des taux à 10 ans sur fond d'un besoin accru de financement souverain pour augmenter les dépenses de défense de l'Europe et le train allemand de mesures fiscales.
- La BCE a réduit son taux directeur de 25 pb en mars ; nous attendons trois autres baisses en 2025.

### Royaume-Uni

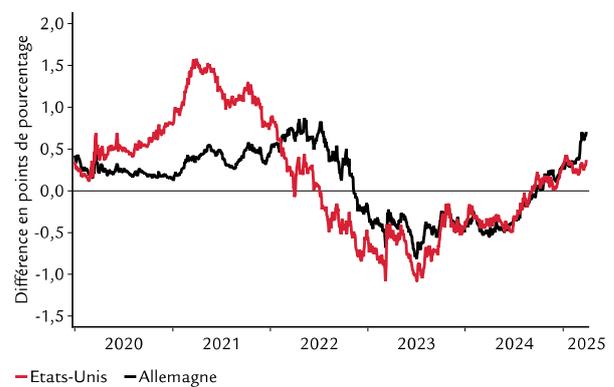
- Volatilité et léger creusement des écarts IG en mars. Imitant l'UEM, les taux à 10 ans ont progressé.
- La BoE n'a pas bougé son taux directeur, mais avec la morne perspective de croissance et d'emploi, elle devrait le réduire à quatre reprises cette année.

### Suisse

- Hausse plus forte que prévu de l'inflation sous-jacente en février. Résultat : taux plus élevés et raidissement de la courbe en mars.
- Comme prévu, la BNS a réduit son taux directeur de 25 pb en mars. Plus d'autre hausse à l'horizon cette année selon nous.

### Le raidissement de la courbe en EUR se poursuit

Différentiel de rendement des obligations d'Etat à 10 ans et 2 ans



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 27/03/2025

Depuis la fin du cycle de hausse mi-2023, le différentiel de rendement entre les taux à 10 ans et ceux à 2 ans en USD et en EUR a augmenté, devenant positif fin 2024, grâce aux baisses des banques centrales. Depuis fin février 2025, la courbe en EUR s'est plus raidie que celle en USD. Le programme européen d'investissement dans la défense et le soutien allemand aux infrastructures en réponse à la politique de la Maison Blanche expliquent cette évolution. Si ces projets peuvent porter la croissance, le degré d'endettement souverain et le besoin de financement seront à l'avenant, et le risque d'inflation tenace peut mener à des taux à long terme plus élevés en Europe. Forte incertitude chez les entreprises et ménages américains, pesant sur la perspective de croissance, la faute à la politique économique. Conséquence : creusement des écarts de crédit dans les indices en USD et EUR, le marché anticipant une stagflation aux Etats-Unis et de l'inflation en Europe. En avril, les écarts HY en EUR et en USD devraient se creuser, toujours à cause de la grande incertitude tenace. Au vu des fondamentaux de crédit relativement solides, nous sommes neutres sur l'IG en EUR et en USD. Concernant la durée en avril, le rendement des bons du Trésor à 2 ans et à 10 ans devraient baisser. En Europe, nous sommes baissiers sur la dette souveraine à 2 ans, mais neutres sur les taux à 10 ans. Nous sommes neutres sur l'ensemble de la courbe pour les emprunts de la Confédération.

# Actions

La politique américaine commande

## Aperçu de la performance des marchés des actions

	Mar. 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	-4,1%	-2,8%
Zone euro	-0,3%	10,7%
Royaume-Uni	-0,8%	7,5%
Suisse	-0,1%	11,3%
Marchés émergents	3,3%	5,7%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

\* Variation au 27 mars. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Le marché a perdu du terrain en mars, en termes absolus comme relatifs. Ces deux derniers mois, tous les grands marchés surperforment l'américain, qui a cédé près de 10% face à l'Europe et à la Suisse.
- La politique américaine chaotique et les perspectives de taxes douanières élevées expliquent cette faible performance : les étrangers vendent les titres américains.
- Malgré la correction, ce marché reste cher.

### Zone euro

- Les marchés suisse et européen sont les meilleurs élèves cette année, surperforment l'américain de 3,5% supplémentaires en mars.
- Les actions européennes sont prisées, et le vaste plan de dépenses allemand porte le marché à court terme. L'Europe va aussi profiter d'une politique monétaire plus souple.
- La valorisation du marché européen a légèrement augmenté, mais reste globalement neutre.

### Royaume-Uni

- Le marché britannique aussi surperforme l'américain, mais dans une moindre mesure que la suisse et l'européen.
- Ce marché profite toujours d'une faible valorisation.

### Suisse

- Ce marché affiche la meilleure performance cette année, tous grands marchés confondus. Les petites capitalisations sous-performent l'ensemble du marché jusqu'ici.
- Il se situe dans la partie supérieure de la plage neutre.

### Marchés émergents

- Forte surperformance des marchés émergents en mars.
- Chine (+3,2%) et Inde (+9,8%) en ont été les moteurs. Réveil de l'Inde après plusieurs mois atones.

## Simple correction ou... ?

En 2025, le marché américain a cédé 2,8%, et plus de 6% depuis l'investiture de Donald Trump. Depuis son sommet de mi-février, il est tombé au plus bas mi-mars, cédant environ 8%, et le Nasdaq perdant plus de 11%. Les actions des Magnificent 7 ont perdu près de 15% avant le récent rebond. Ce fort repli est le plus important depuis le marché baissier de 2022. Des données économiques plus faibles, un recul de la confiance et l'incertitude quant à la politique de Donald Trump sont des motifs expliquant la situation. Généralement, on parle de correction quand un marché actions perd plus de 10%. Historiquement, ce sont souvent de bonnes opportunités d'achat (*buy the dip*), mais certaines sont annonciatrices d'une contraction du marché plus prononcée. En supposant qu'une correction débute par une baisse de plus de 10% par rapport à la valeur la plus élevée des 52 semaines précédentes, et se termine sans repli de plus de 10% vs ce même sommet, alors, depuis 1928, il y a eu 60 événements du genre, d'environ 185 jours en moyenne. La correction actuelle est inhabituellement rapide, seule dix autres ont été plus courtes.

## Performance des actions post-corrections (Etats-Unis)

Période	Moyenne	Médiane	Max.	Min.
1M	0,1%	1,8%	11,0%	-24,0%
3M	2,5%	2,7%	19,0%	-26,0%
6M	5,6%	6,8%	24,0%	-27,0%
12M	7,7%	13,8%	41,0%	-38,0%

Données de 1928 à 2025. Source: Deutsche Bank, Swiss Life Asset Managers

Après une correction de marché, les rendements prospectifs sont positifs en moyenne et tendent à s'améliorer au fil du temps (voir tableau). En moyenne, les rendements lors de l'année suivante sont similaires à la moyenne des actions à long terme. Toutefois, la médiane est bien supérieure (13,8%), la moyenne étant biaisée à la baisse par quelques cas négatifs extrêmes. Environ 45% des corrections passées coïncident avec des récessions. Sur 59 corrections, 17 ont évolué en un marché baissier, défini par un repli supérieur à 20%. Néanmoins, la plupart des corrections restent de l'ordre de -10% à -20%. Le plus souvent, il y a eu marché baissier lors de corrections juste avant ou au début d'une récession. Selon nous, il est peu probable que ce soit le cas de la correction actuelle, car nous n'anticipons pas de récession mondiale. Nous maintenons notre avis positif pour 2025 et les trois prochains mois.

## Devises

USD : taxes positives, mais politique risquée

### Aperçu des principales devises

	Mar. 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	3,8%	4,0%	↘
EUR/CHF	1,6%	1,3%	↘
GBP/USD	2,7%	3,2%	↘
USD/JPY	0,2%	-4,0%	→

\* Variation au 27 mars. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Nouveau repli de l'USD en mars, qui cède du terrain à toutes les grandes devises, hormis le JPY. Le repli des prévisions de croissance américaine et le meilleur horizon pour le reste du monde grâce aux programmes budgétaires chinois et allemand l'expliquent.
- Ce changement dans les prévisions économiques est terminé, voire pourrait s'inverser quelque peu au vu des nouvelles annonces douanières américaines. Nous sommes positifs sur le billet vert au 2<sup>e</sup> trimestre. Les différentiels de taux d'intérêt (carry) restent favorables à l'USD.

### Zone euro

- Le paquet fiscal allemand a entraîné un rally de l'EUR en mars (+2% pondéré des échanges).
- La traduction dans l'économie réelle prendra du temps, aussi nous pensons que le marché va se concentrer sur le conflit commercial croissant entre Washington et Bruxelles. Il va entamer la croissance de l'UEM et devrait affaiblir l'EUR.

### Royaume-Uni

- La GBP s'apprécie face à l'USD en mars, mais fait quasi jeu égal avec l'EUR.
- Au 2<sup>e</sup> trimestre, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD et restons neutres sur la paire EUR/GBP.

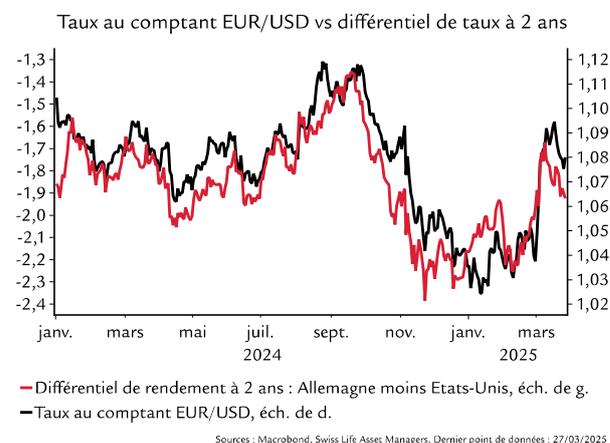
### Suisse

- La paire EUR/CHF a brièvement passé les 0,96 en mars.
- En seconde quinzaine, l'euphorie quant à l'EUR s'estompait déjà, et la paire devrait s'affaiblir davantage ces prochains mois.

### Japon

- A l'inverse des autres devises des marchés développés, le JPY ne s'est pas apprécié face à l'USD en mars.
- Nous sommes neutres sur la paire USD/JPY au 2<sup>e</sup> trimestre.

### L'écart de rendement, moteur de la paire EUR/USD



Malgré une vague d'annonces de taxes douanières, l'USD se déprécie depuis l'investiture de Donald Trump, défiant ainsi la théorie voulant que ces droits renforcent la devise. Les investisseurs les considèrent surtout comme un risque pour la croissance, faisant baisser l'USD et les rendements des T-Bonds. En mars, la confirmation de Stephen Miran à la tête du *Council of Economic Advisors* a un peu plus dégradé le climat vis-à-vis de l'USD. Il est aussi partisan des taxes douanières et d'un USD plus faible pour favoriser la réindustrialisation américaine. Ses approches unilatérales sont très hasardeuses : « frais d'utilisation » pour les banques centrales ou les fonds souverains investissant dans des T-Bonds, ou encore achats de devises par Washington, ce qui attiserait les craintes inflationnistes. Côté multilatéral, cet économiste évoque l'idée d'un potentiel « accord de Mar-a-Lago » pour piloter la dévaluation du dollar. Le problème ici est de forcer les grands détenteurs étrangers d'avoir de réserve à mettre une partie de leurs T-Bonds sur le marché pour affaiblir l'USD et à échanger le reste contre de la dette souveraine à 100 ans pour limiter les flux de refinancement vers les Etats-Unis, responsables d'une « surévaluation constante du dollar ». Ces propositions posent un risque à moyen terme selon nous. A court terme, nous voyons un espace pour un rebond de l'USD. Le pessimisme règne, et l'arrivée de droits de douane réciproques en avril pourrait amener les investisseurs à revenir sur les perspectives de croissance hors Etats-Unis et tempérer l'euphorie pour l'Europe suscitée par le plan budgétaire allemand. Cet enthousiasme a réduit le carry entre les deux rives de l'Atlantique, et donc vu un pic de la paire EUR/USD en mars (voir graphique).

## Allocation d'actifs

Léger essoufflement des actions non américaines

### Synthèse

- Le rendement mensuel des actions mondiales est négatif, principalement à cause des titres américains ; Europe et marchés émergents ont été plus stables.
- La dette souveraine a pâti de taux supérieurs, surtout en Europe, rendements négatifs à la clé. Moins sensible aux taux, la dette d'entreprise s'en sort mieux, les écarts ayant été stables ou en léger creusement.
- Après une période de calme relatif, l'incertitude liée à la guerre commerciale en cours augmente à nouveau.

### 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	surpondération

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

- Nous avons ajusté notre allocation et relevé la pondération de la dette souveraine au détriment de la dette d'entreprise, toutes formes confondues.
- Nous réitérons qu'hormis les actions américaines, les titres mondiaux ont plus de potentiel que les obligations. Mais les risques croissent, car il se profile une période charnière concernant les taxes douanières et où l'engouement pour les mesures budgétaires en Europe s'estompe.
- Notre réponse : relever l'exposition à la dette souveraine, car les rendements sont élevés, même après prise en compte des risques d'inflation.
- Les écarts de crédit ont peu bougé sur le mois. La dette d'entreprise n'est pas intéressante par rapport aux actions de marchés comme l'Europe et les émergents.

### Actions européennes : une victoire à la Pyrrhus ?

Avec les fortes corrections américaines, les rendements des actions mondiales sont négatifs en mars. L'engouement initial pour les plans de dépenses s'estompe, les marchés se tournent vers les difficultés de mise en œuvre de ces investissements, l'impact des déficits sur les taux d'intérêt et les conséquences de la politique commerciale américaine. D'où la question : ce 1<sup>er</sup> trimestre solide pour les marchés européens est-il une victoire à la Pyrrhus ?

Selon nous, la dynamique actuelle des actions autres qu'américaines en général et européennes en particulier peut durer. 1) Le marché américain des actions reste fondamentalement surévalué, et l'administration Trump crée un environnement d'incertitude économique, incitant entreprises et consommateurs à redoubler de prudence. 2) L'Europe a une occasion en or de relancer son économie et de régler quelques-uns des problèmes des dernières années. La situation pourrait même créer des opportunités, en attirant des talents et des capitaux qui seraient avant allés par défaut aux Etats-Unis.

Mais à court terme du moins, l'élan actuel devrait faiblir, et des imprévus ne sont pas à exclure. Nous procédons donc à des ajustements tactiques de notre allocation d'actifs en relevant notre exposition à la dette souveraine et en réduisant celle à tous les types de dette d'entreprise. L'objectif : créer un petit airbag, car nous préférons pour l'heure rester exposés aux actions. Peu de mouvement côté rendements obligataires souverains depuis le début de l'année. Cela dit, ils ont sensiblement augmenté dans la zone euro en réponse à l'annonce de hausse des dépenses budgétaires. Les niveaux actuels sont élevés, même en considérant les risques d'inflation et la possibilité d'une croissance économique plus rapide. Par conséquent, ces obligations pourraient amortir une potentielle correction du marché des actions.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.