

Février 2025

## Taux d'intérêt et obligations

UEM : rendement à 10 ans en hausse, écarts en baisse

### Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Jan. 2025*	Year-to-date*	Actuel	Jan. 2025*	Year-to-date*
US	4,5%	-5 pb	-5 pb	79 pb	-1 pb	-1 pb
Zone euro	2,5%	15 pb	15 pb	92 pb	-10 pb	-10 pb
UK	4,6%	-1 pb	-1 pb	92 pb	-4 pb	-4 pb
CH	0,4%	15 pb	15 pb	68 pb	-1 pb	-1 pb

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

\* Variation au 30 janvier. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- En première quinzaine, les T-Bonds à 10 ans ont augmenté, avant de chuter mi-janvier, réagissant à une inflation inférieure aux prévisions.
- Notre perspective de l'inflation américaine est un peu plus constructive que celle du consensus. Nous prévoyons toujours quatre baisses de taux directeur en 2025, plus que le marché.

### Zone euro

- La croissance du PIB réel devrait réaccélérer en 2025, mais nous sommes plus prudents que le consensus.
- Après la baisse du 30 janvier par la BCE, cinq autres baisses sont attendues cette année. Sa politique monétaire deviendrait expansionniste pour lutter contre la faible croissance et l'incertitude politique due aux potentielles taxes douanières américaines.

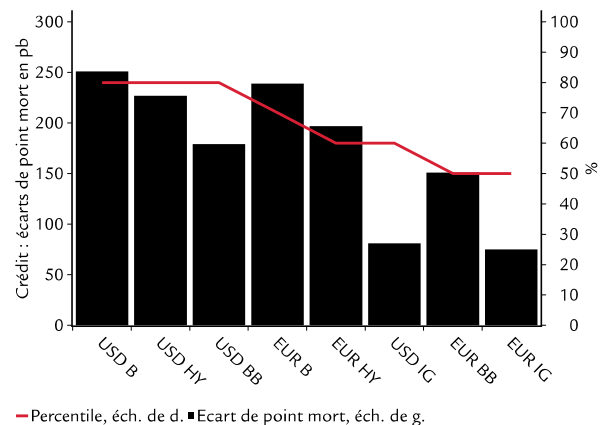
### Royaume-Uni

- Début janvier, les gilts ont continué leur hausse. Elevés récemment, ils ont baissé mi-janvier, l'inflation étant inférieure aux attentes.
- Les prévisions de croissance de la Banque d'Angleterre (BoE) et de l'Office of Budget Responsibility sont trop optimistes. Les risques s'axent sur un cycle de réduction de taux directeur plus rapide et marqué. La BoE devrait réduire le taux à cinq reprises cette année.

### Suisse

- Depuis mars 2024, la BNS a réduit son taux directeur de 125 pb. Avec une inflation prévue à 0% en 2025, il y aura une autre baisse de 25 pb en 2025.

### Écarts de point mort IG & HY supérieurs à la moyenne



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 27.01.2025

Les hausses de taux directeurs en 2022 et 2023 ont tiré les écarts de point mort du crédit d'entreprise, désormais dans les percentiles les plus élevés historiquement (voir graphique). Un écart de point mort indique l'ampleur de la hausse du rendement de l'obligation avant qu'elle cesse d'être rentable. S'il est élevé, le titre peut résister à une hausse plus forte de son taux tout en maintenant un rendement positif. On divise le rendement par la durée pour l'obtenir. Sur les marchés développés, ces écarts pour les indices obligataires HY en USD et EUR sont historiquement élevés comparés aux indices IG. Cela tient à une forte baisse de la durée d'indice HY depuis 2022 ; en cause, moins de fusions-acquisitions et de rachats par emprunt, des activités généralement source d'obligations à long terme. De plus, la concurrence accrue des marchés du crédit privé et l'émission d'obligations à échéance plus courte ont contribué à réduire la durée. Les indices HY en USD offrent les écarts de point mort les plus élevés (70<sup>e</sup> au 80<sup>e</sup> percentile), alors que les indices IG et EUR BB sont à un niveau honorable (40<sup>e</sup> au 60<sup>e</sup> percentile). En bref : ces obligations peuvent maintenir une bonne performance même en cas de hausse de taux imprévue ou de marché volatil. En février, nous prévoyons une hausse pour le HY EUR, mais sommes neutres sur les écarts HY et IG USD. Les Bunds à l'extrémité courte devraient baisser. Nous sommes neutres sur les rendements de la dette souveraine américaine et suisse.

## Actions

Malgré DeepSeek, 2025 commence bien

### Aperçu de la performance des marchés des actions

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

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

\* Variation au 30 janvier. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Les rendements de ce marché sont souvent positifs en janvier, et 2025 ne fait pas exception.
- Forte correction, partiellement comblée, de la technologie (-17% pour Nvidia, soit 600 mia. USD de capitalisation), de l'énergie et des services aux collectivités après l'arrivée de DeepSeek. Parmi les bonnes nouvelles, de premiers résultats trimestriels solides et l'absence d'application immédiate de taxes douanières.
- Le marché américain est cher, avec des valorisations bien supérieures à celles de tous les autres.

### Zone euro

- Pour une fois, le marché de l'UEM a surperformé ses homologues mondiaux.
- Les résultats trimestriels répondent aux attentes, les droits de douane ne sont pas encore concrets.
- La valorisation du marché européen reste neutre et il lui manque un coup de fouet pour dépasser celle de l'américain (en termes absolus et relatifs).

### Royaume-Uni

- Comme les autres marchés européens, le britannique a très bien entamé 2025.
- Ce marché profite toujours d'une faible valorisation.

### Suisse

- Nestlé, Roche et Novartis ont plutôt bien démarré l'année et porté la forte surperformance du marché suisse des actions.
- Il se situe dans la partie supérieure de la plage neutre.

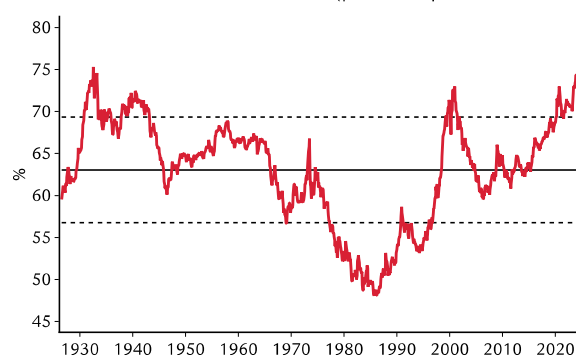
### Marchés émergents

- Dans la lignée de fin 2024, début 2025 est marqué par la sous-performance. Piètre performance du marché indien notamment, en baisse de 4% jusqu'ici.
- La décote des actions des marchés émergents est importante, mais pour l'heure, rien ne laisse présager une valorisation relative plus élevée.

### De la concentration et ses implications

Le marché américain des actions, et donc le marché mondial, connaît des niveaux de concentration sans précédent. La part des titres américains dans les indices mondiaux s'inscrit à un niveau jamais atteint, 70% du MSCI World p. ex. Surtout, le top 10 des titres américains représente environ 40% de la valeur totale de leur marché. Cette forte concentration induit une diversification réduite. Par le passé, des épisodes similaires de concentration extrême en 1929 et 2000 ont précédé de sévères corrections.

Concentration du marché américain (part du top 10% des actions)



— Part des 10 principales actions — Médiane — Ecart type +/-1

Source : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 11/2024

Une forte concentration a plusieurs effets négatifs. Primo, une poignée de titres de deux secteurs (IT et services de communication) portent la performance des marchés américain et mondial. Les 10 principales actions de l'indice MSCI All Country World proviennent de ces secteurs qui affichent des valorisations élevées et déjouent les prévisions de croissance des bénéfices. Secundo, elle complique la surperformance par les gérants d'actifs, car les positions sur cinq à dix titres portent la performance relative. Le rôle joué par de nombreuses autres actions potentiellement intéressantes n'est que marginal. Enfin, associée à des valorisations élevées, elle peut induire de très faibles rendements escomptés. Selon des estimations, une normalisation amputerait les rendements des actions américaines de plusieurs points de pourcentage. Que faire alors ? Investir dans des styles ou indices moins concentrés (valeur, dividende ou pondération égale) est une solution. Ces indices affichent une valorisation bien moindre et une diversification bien supérieure. Historiquement, un indice américain à pondération égale surperforme son équivalent par pondération de capitalisation, même si depuis 2010, ce n'est pas le cas.

## Devises

L'USD plus timide en janvier, mais le rebond arrive

### Aperçu des principales devises

	Jan. 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	0,4%	0,4%	↘
EUR/CHF	0,6%	0,6%	→
GBP/USD	-0,8%	-0,8%	↘
USD/JPY	-1,9%	-1,9%	↗

\* Variation au 30 janvier. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Le rallye de l'USD débuté en octobre 2024 a marqué une pause en janvier. L'absence d'annonce immédiate de taxes douanières après l'investiture de Donald Trump l'explique largement. Les devises des marchés émergents et le JPY en ont été les principaux bénéficiaires.
- L'USD devrait reprendre sa marche en avant, car les droits de douane vont dominer l'actualité, et le carry restera favorable au billet vert.

### Zone euro

- En janvier, l'EUR s'est apprécié face à l'USD, mais est resté globalement stable face aux grandes devises européennes comme le CHF, la NOK ou la SEK.
- Bonne surprise des enquêtes auprès des entreprises dans l'UEM ; le pessimisme économique était probablement exagéré. Néanmoins, la croissance en 2025 devrait être bien inférieure à l'américaine. En y ajoutant la poursuite de l'assouplissement de la BCE et l'incertitude commerciale, nous attendons une baisse de l'EUR face à l'USD.

### Royaume-Uni

- Dépréciation de la GBP face à l'EUR à un niveau inédit en cinq mois. De mauvais chiffres ont entraîné une hausse des prévisions de réduction de taux de la BoE.
- Le mois prochain, la paire EUR/GBP devrait se stabiliser ; la paire GBP/USD, diminuer.

### Suisse

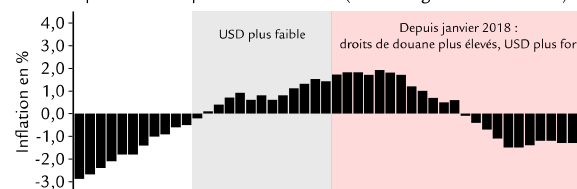
- La paire EUR/CHF reste sur une trajectoire haussière soutenu par des commentaires accommodants de Martin Schlegel, président de la BNS.
- Nous restons neutres sur la paire.

### Japon

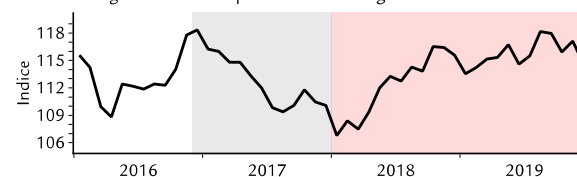
- L'USD/JPY a reculé en janvier du fait de la faiblesse globale de l'USD. Nous attendons une inversion du mouvement ces prochaines semaines.

### Les droits de douane sont bons pour l'USD

Prix à l'importation des produits américains (hors énergie et alimentation)



Taux de change USD nominal pondéré des échanges



Source : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : décembre 2019

Seule certitude du lourd climat d'instabilité que Donald Trump fait peser sur les perspectives économiques : des taxes douanières seront appliquées, et elles sont une bonne chose pour l'USD. Pourquoi ? En théorie, si les droits de douane font monter les prix des biens importés par rapport aux mêmes biens locaux, la demande pour les premiers baisse, et la devise locale s'apprécie. Ainsi, la différence de prix entre biens importés et biens produits localement s'amenuise. Cela s'est avéré juste lors du premier mandat de Donald Trump, quand l'USD a commencé à monter à partir de janvier 2018 lorsque la situation avec la Chine s'est tendue (voir graphique). Anticipant un second mandat, l'indice USD (DXY) a gagné 9% depuis fin septembre 2024, quand les marchés financiers misaient de plus en plus sur la victoire de Donald Trump. L'absence de véritables annonces de taxes douanières lors de la première semaine d'arrivée au pouvoir a fait baisser l'USD. Toutefois, le débat va vite s'enflammer ces prochaines semaines, et nous maintenons notre avis d'un USD fort. A moyen terme, l'effet de ces taxes sur l'inflation et la réaction de la Fed seront déterminants. Des droits de douane ciblés (notre scénario de référence) plutôt qu'élevés et généralisés, ainsi qu'un USD fort, devraient limiter l'impact sur l'inflation. En 2019, la vigueur du billet vert avait même fait baisser les prix à l'importation, annulant en partie leur inflation antérieure. Selon nous, la Fed devrait donc baisser son taux directeur en 2025. Même si notre scénario rassurant s'avère juste, l'USD devrait toujours profiter du carry ; notre prévision annuelle d'une appréciation générale de l'USD ne changerait donc pas.

# Allocation d'actifs

Début 2025 positif, mais volatil

## Synthèse

- Jusqu'au 30 janvier, les marchés des actions étaient dans le vert, les obligations d'Etat observaient un repli, et les marchés du crédit signaient de légers gains.
- Mais la volatilité de marché s'est accrue, sur fond de dynamique politique américaine changeante et du lancement d'un modèle d'IA chinois plus efficace. Cette évolution pourrait entraîner une réévaluation des « Magnificent 7 », avec un risque pour les marchés mondiaux des actions.

## Allocation d'actifs : avis actuels

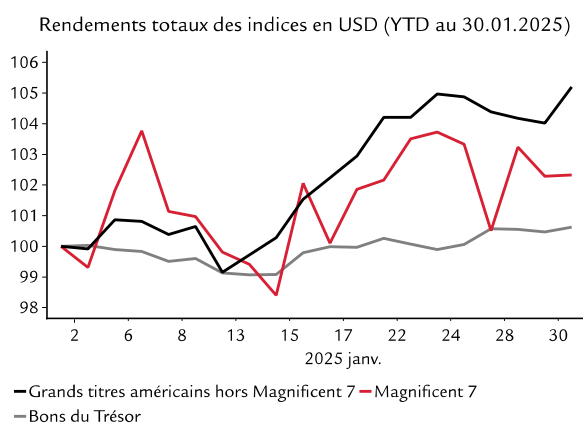
Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	neutre
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Obligations des marchés émergents	sous-pondération
Actions mondiales	surpondération

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

- Malgré ces développements, nous maintenons nos avis d'allocation d'actifs. La perspective économique américaine demeure solide et affiche une légère amélioration en Europe.
- Les actions semblent résister aux nouvelles décevantes. Cela dit, la réaction face à l'émergence de l'IA chinoise DeepSeek traduit la prudence accrue des investisseurs vis-à-vis des titres liés à la technologie.
- Les écarts de crédit ont quasiment retrouvé leur faible niveau de décembre. Nous restons donc prudents sur la dette d'entreprise, car leur profil risque/rendement est défavorable.
- Notre avis sur la dette souveraine est inchangé. Les taux restent intéressants des deux côtés de l'Atlantique. Les futures mesures de politique monétaire devraient porter des baisses. Mais au vu de la dynamique économique américaine actuelle, cet ajustement pourrait prendre du temps. En cas de forte correction du marché des actions, la dette souveraine servira de tampon.

## Correction de l'IA du 27 janvier : explications

Dans nos Perspectives 2025, nous soulignons la valorisation exagérée des marchés des actions, en raison du poids des grands titres technologiques. Une correction de ces actions frapperait tout le marché. Toutefois, les titres hors technologie rebondiraient plus vite grâce à leurs meilleurs fondamentaux. Nous suggérons également que les rendements des T-Bonds permettraient à ceux-ci de faire tampon face à un repli des marchés actions. Le 27 janvier, ces derniers ont été secoués par l'annonce d'un modèle chinois innovant d'IA, entraînant un recul des marchés américains (voir graphique).



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Dernier point de données : 30/01/2025

La forte réaction épidermique négative des « Magnificent 7 » par rapport au marché global traduit l'anxiété des investisseurs quant à la valorisation de ces titres. Elle interroge sur leur volonté de se tourner vers des segments plus abordables. A l'inverse, la réaction des T-Bonds s'est distinguée, car trop peu positive pour couvrir la correction. Si ce seul épisode ne suffit pas à valider nos hypothèses, il souligne la vulnérabilité des titres technologiques et le besoin d'évaluation continue des stratégies de couverture.

## 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.