

Mars 2025

## Taux d'intérêt et obligations

Zone euro : taux à 10 ans en hausse, écarts en repli

### Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Fév. 2025*	Year-to-date*	Actuel	Fév. 2025*	Year-to-date*
US	4,3%	-24 pb	-27 pb	83 pb	4 pb	3 pb
Zone euro	2,4%	-1 pb	8 pb	89 pb	-2 pb	-13 pb
UK	4,5%	-2 pb	-5 pb	93 pb	2 pb	-3 pb
CH	0,5%	8 pb	19 pb	65 pb	-3 pb	-4 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.  
\* Variation au 27 février. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Écarts de crédit investment grade historiquement serrés en février. Mais dès mi-février, recul des indicateurs de surprises économiques. Résultat : creusement des écarts high yield et baisse des taux des bons du Trésor à 2 et 10 ans.
- La Fed est attentiste dans le contexte d'incertitude autour des droits de douane. Nous prévoyons tout de même des baisses de taux directeur cette année.

### Zone euro

- Resserrement des écarts de crédit européens en février grâce à des prévisions de hausse des dépenses militaires des Etats. Raidissement de la courbe, avec repli des taux à 2 ans ; ceux à 10 ans ont été plutôt stables sur le mois.
- La BCE a réduit son taux directeur de 25 pb en janvier ; nous attendons cinq autres baisses en 2025.

### Royaume-Uni

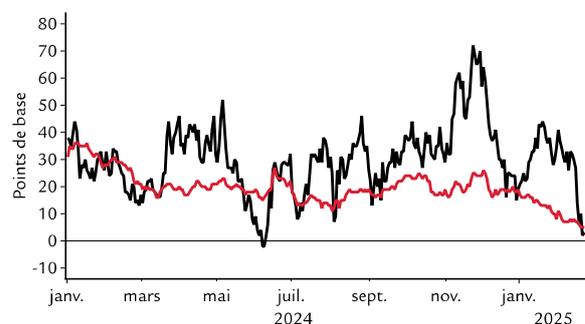
- Evolution dans une fourchette restreinte pour les écarts de crédit. Plutôt volatils sur le mois, les taux sont restés stables sur l'ensemble de février.
- Depuis mi-février, les surprises économiques sont bonnes outre-Manche. La courbe des taux s'est un peu raidie.

### Suisse

- Hausse plus forte que prévu de l'inflation sous-jacente en janvier. Résultat : taux plus élevés et raidissement de la courbe en février.
- L'inflation devrait toutefois ralentir, et la BNS procéder à une baisse de taux de 25 pb.

### Resserrement des écarts européens malgré le risque douanier

Différence entre les écarts de crédit en EUR et en USD (source: ICE BofA)



— EUR IG moins USD IG — EUR HY moins USD HY

Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 24/02/2025

Surperformance du crédit EUR vs le crédit USD, surtout en high yield (HY). La hausse prévue des dépenses militaires l'explique, les secteurs européens de la défense et de l'industrie étant vus comme les principaux bénéficiaires. Perspective d'un gouvernement stable en Allemagne, la prévision de plusieurs baisses de taux par la BCE en 2025 et un EUR plus faible ont été favorables. Les espoirs d'un cessez-le-feu en Ukraine, qui pourrait faire baisser les prix de l'énergie et lancer la reconstruction, a aussi porté la confiance des investisseurs. Mais en parallèle, légère hausse des taux à l'extrémité longue, le marché anticipant une hausse de l'émission souveraine pour financer les dépenses militaires. En outre, l'issue des pourparlers semble incertaine, et l'omniprésence des tarifs douaniers commence à peser sur la confiance des entreprises, relevant même les prévisions d'inflation, aux Etats-Unis notamment. Nous prévoyons un creusement des écarts HY en EUR et en USD en mars. Idem pour le segment investment grade (IG) en EUR, le marché ayant été un peu trop optimiste concernant une paix en Ukraine et la croissance de l'UEM, tout en étant quelque peu négligent quant aux risques posés par les droits de douane américains. Nous sommes neutres sur le crédit IG en USD. Côté duration, nous sommes neutres sur les Etats-Unis. Pour l'UE et la Suisse, nous sommes neutres sur les rendements à 2 ans, mais attendons une hausse de ceux des emprunts d'Etat à 10 ans.

## Actions

L'effet Trump n'est pas positif

### Aperçu de la performance des marchés des actions

	Fév. 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	-1,6%	1,4%
Zone euro	4,5%	12,1%
Royaume-Uni	1,1%	7,2%
Suisse	3,1%	11,8%
Marchés émergents	3,9%	5,8%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

\* Variation au 27 février. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Le marché reste à la traîne en février et les Magnificent 7 perdent près de 8%.
- Depuis l'investiture de Donald Trump – et l'arrivée de DeepSeek – le marché américain accuse plusieurs points de pourcentage de retard.
- Il reste cher et sa valorisation, bien supérieure à celle de tous les autres.

### Zone euro

- La surperformance a continué en février, ce qui nous surprend étant donné la crise dans les grands pays européens, les annonces de taxes douanières et le flou de la situation en Ukraine.
- La valorisation du marché européen reste historiquement neutre et attractive comparée à l'américaine. Autre facteur relativement favorable pour les actions européennes, le fait que la BCE procèdera à plus de baisses que la Fed en 2025.

### Royaume-Uni

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

### Suisse

- En février, le marché poursuit sur sa bonne trajectoire. Nestlé notamment, ainsi que la pharma ont signé un très bon début d'année.
- Le marché se situe dans la partie supérieure de la plage neutre.

### Marchés émergents

- Grâce à la solide performance de la Chine et malgré un marché indien très faible, les marchés émergents ont rebondi.
- La décote des actions des marchés émergents est importante, et un rally prolongé des titres chinois pourrait livrer une surperformance.

### DeepSeek et ricochets

Le 20 janvier (investiture de Donald Trump), la petite société chinoise DeepSeek a lancé un nouveau grand modèle linguistique concurrent de mastodontes comme ChatGPT, LLAMA ou Copilot. Il intègre plusieurs innovations dont un processus d'entraînement plus efficace et une utilisation innovante du raisonnement. Résultat : moins d'énergie consommée et d'exigences matérielles, baisse des coûts d'entraînement et du prix pour l'utilisateur (40 fois moins cher). La qualité du modèle rivalise avec ChatGPT et il est open source. Le code peut donc être évalué et utilisé gratuitement par tout le monde. Par conséquent, c'est une monumentale épine dans le pied des géants américains de l'IA. En clair, leur mainmise est en danger, idem pour leur singularité et leur domination sur le marché des actions. A l'avenir, la Chine pourrait jouer un rôle bien plus important. Elle « produit » cinq fois plus de diplômés scientifiques que les cinq pays réunis qui la suivent ; Pékin est aussi leader en matière de brevets et nombre de chercheurs en IA. Le marché a vite saisi l'ampleur du mouvement et les grands producteurs de matériel (Nvidia), d'énergie (Vistra p. ex.) ou les entreprises apportant des technologies d'appui (p. ex. Schneider) ont essuyé des pertes supérieures à 10%, partiellement effacées jusqu'ici. Le marché chinois des actions en général et les titres technologiques en particulier (Alibaba p. ex.) ont nettement surperformé l'américain. Même les marchés européens, qui profiteraient de la fin du monopole américain sur l'IA, ont fait de même.

### Performance de marché depuis le 20 janvier 2025

Etats-Unis	UE	Chine	Sect. tech. Chinois	Magnificent 7
-0.8%	5.5%	15.4%	31.1%	-7.1%

Données au 26 février 2025. Source: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Cette tendance va-t-elle se maintenir et DeepSeek enfin sonner le glas de la domination américaine sur l'IA et la tech ? Nous estimons que DeepSeek démontre en effet que le monopole américain et ses marges faramineuses (50% pour Nvidia) ne seront pas éternels. Ainsi, les prévisions actuelles pour les actions américaines (IA et tech notamment) sont trop optimistes. La forte valorisation est aussi en question. Mais les Etats-Unis affichent une croissance économique et de la productivité supérieure, et moins de réglementation. Le marché américain est cher, selon nous, et d'autres marchés sont actuellement plus intéressants.

## Devises

Le billet vert glisse encore en février

### Aperçu des principales devises

	Fév. 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	1,1%	1,2%	↘
EUR/CHF	-0,4%	0,1%	→
GBP/USD	2,3%	1,3%	↘
USD/JPY	-3,5%	-4,8%	↗

\* Variation au 27 février. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Nouveau repli de l'USD en février, qui cède du terrain à toutes les devises majeures, la SEK remportant la palme.
- 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 février, l'optimisme croissant quant à un accord de paix entre Kiev et Moscou a porté la hausse de l'EUR face à l'USD. Malgré cela, l'EUR a cédé du terrain à toutes les grandes devises.
- Nouvelle amélioration des enquêtes auprès des entreprises de l'UEM en février. Mais les économies de l'UEM sous-performent encore structurellement l'américaine, et devraient pâtir de l'incertitude commerciale. Avec la poursuite de l'assouplissement monétaire de la BCE, nous prévoyons un repli de l'EUR à l'USD en mars.

### Royaume-Uni

- La GBP s'est reprise après sa faiblesse de janvier, une inflation supérieure aux attentes entraînant une réévaluation par le marché des prévisions de baisses de taux de la Banque d'Angleterre.
- Stabilisation de la paire EUR/GBP et repli de la paire GBP/USD sont attendus.

### Suisse

- Fourchette restreinte pour la paire EUR/CHF en février, alors que le marché a exclu des taux d'intérêt négatifs en 2025, vu l'inflation de janvier supérieure aux attentes.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF, les risques sur un mois sont équilibrés.

### Japon

- La paire USD/JPY décline encore en février, mais comme nous prévoyons une appréciation de l'USD, la tendance va s'inverser ces prochaines semaines.

### Le retour hésitant de l'euro semble exagéré



L'incertitude commerciale est l'un des principaux facteurs des marchés des changes en 2025. La géopolitique est revenue sur le devant de la scène, Donald Trump trustant les uns dans sa tentative de négocier une paix entre l'Ukraine et la Russie. Si le résultat et le calendrier de ce potentiel accord sont très flous, le marché des changes anticipe des effets positifs pour la croissance européenne (détails à retrouver dans la section zone euro de notre publication *Perspectives – Conjoncture*). De plus, le marché recherche un stimulus supplémentaire côté budget avec la hausse des investissements militaires et de la part du nouveau gouvernement allemand avec la réforme du frein à l'endettement. Hormis cela, avec les PMI se stabilisant, la dynamique économique en amélioration porte l'EUR (voir graphique). Nous estimons l'optimisme autour de l'EUR exagéré et attendons une inversion de la paire EUR/USD en mars. Les annonces de taxes douanières ces prochaines semaines vont mettre l'EUR sous pression. Le stimulus budgétaire de la hausse de l'investissement militaire a des effets négatifs, comme des ratios d'endettement public plus élevés. Même si la lumière semble apparaître au bout du tunnel pour le moral de l'économie de l'UEM, celle-ci continue de sous-performer structurellement son homologue américaine. Enfin, l'USD devrait continuer de profiter du carry, les risques d'inflation américaine étant haussiers, laissant notre avis global de vigueur du billet vert intact.

## Allocation d'actifs

L'actualité nourrit la volatilité

### Synthèse

- En février, la performance de marché était conforme à nos prévisions, les actions surperformant les obligations d'entreprise.
- Malgré leur volatilité, les rendements obligataires sont restés relativement stables. La dette d'entreprise a surperformé les emprunts d'Etat en raison du resserrement des écarts.
- L'actualité américaine a fortement influencé le marché, avec volatilité accrue à la clé.

### 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

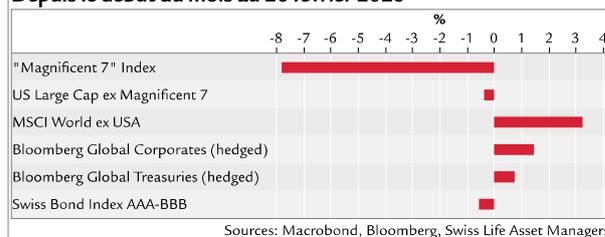
\* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- Nous maintenons notre avis d'allocation d'actifs : les actions ont plus de potentiel que les obligations d'entreprises, surtout après le récent resserrement des écarts. Mais notre conviction s'érode, les marchés plus attrayants épuisant peu à peu leur potentiel.
- La sous-performance des Magnificent 7 est le facteur clé de la faiblesse du marché des actions américain depuis janvier. Une situation compensée par le rebond en cours des marchés chinois et européens. A court terme, cette tendance devrait se maintenir : données économiques favorables, politique monétaire plus souple et interventions du gouvernement chinois commencent à doper la conjoncture.
- Nouveau resserrement des écarts, dégradant un peu plus leur profil risque/rendement.
- Les rendements souverains ont été volatils : baisse des américains, hausse des suisses et stabilité des allemands. A noter que les rendements ont reculé lors de corrections des actions, validant notre avis que ces derniers, en USD et dans une moindre mesure en EUR, peuvent atténuer l'impact d'une correction. Cela justifie notre position neutre malgré le potentiel limité d'importants gains en capital.

### Faut-il revoir notre stratégie ?

Notre stratégie actuelle repose sur la surperformance des actions vs les obligations d'entreprise, et un déplacement depuis le marché américain, coûteux, vers des régions et segments plus abordables. Jusqu'ici, cette théorie est valide. Le flot constant de décisions surprenantes et parfois déroutantes venues de Washington sème le doute chez les investisseurs, mais les actions affichent un solide rendement, dépassent les obligations d'entreprise malgré le resserrement des écarts. De plus, le marché américain des actions, qui est cher, sous-performe le reste du monde, plus abordable (voir graphique ci-dessous).

Rendement brut total en USD d'une sélection de classe d'actifs Depuis le début du mois au 26 février 2025



Sources: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Le temps pour nous de revoir notre avis ? Nous n'y sommes pas disposés, pour les raisons suivantes :

1. Légère amélioration des indicateurs conjoncturels en Europe, portant ses marchés financiers.
2. Le marché américain des actions sous-performe à cause des Magnificent 7, mais reste résilient.
3. Pékin a redoublé d'efforts pour doper son économie atone, alors que DeepSeek a porté le secteur chinois de la tech et le marché actions.
4. Les dernières tractations sur l'Ukraine pourraient temporairement favoriser le sentiment des marchés. Mais nous ne devons pas ignorer les risques (taxes douanières, tensions géopolitiques et valorisations élevées). Ainsi, l'investissement devrait privilégier les stratégies défensives et assurer la plus vaste diversification possible.

## 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 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, filiale af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.