

Février 2025

### A retenir

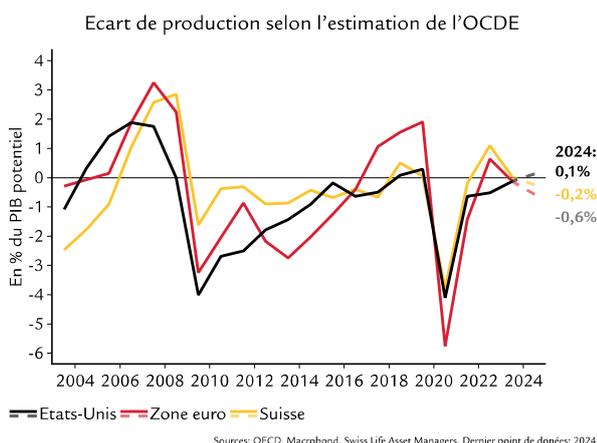
- Tonitruants, les premiers jours du second mandat de Donald Trump ont contribué à l'incertitude
- En Europe, hausse du moral des entreprises et optimisme des ménages
- Les droits de douane vont frapper la Chine, mais ils seront moins élevés que redouté

### Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2025		Croissance du PIB 2026		Inflation 2025		Inflation 2026	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,3%	2,2% ↑	2,3%	2,0%	2,5% ↑	2,6% ↑	2,4%	2,6%
Zone euro	0,8% ↓	1,0%	1,0%	1,2%	1,9% ↑	1,9%	1,8%	1,9%
Allemagne	0,4% ↓	0,4%	0,8%	1,0%	2,0% ↑	2,0%	1,8%	1,9%
France	0,8%	0,7% ↓	1,1%	1,1%	1,1%	1,4%	1,7%	1,6%
Italie	0,6%	0,7% ↓	0,8%	0,9%	1,7%	1,7%	1,8%	1,7%
Espagne	1,7%	2,3% ↑	1,6%	1,8%	2,2% ↑	2,1% ↑	1,9%	2,0%
Royaume-Uni	1,2% ↓	1,2% ↓	1,4%	1,4%	2,5% ↑	2,6%	2,1%	2,3%
Suisse	1,2%	1,3%	2,0%	1,6%	0,2%	0,6%	0,6%	0,8%
Japon	0,8%	1,2%	0,5%	0,9%	2,4% ↑	2,3%	1,6%	1,8%
Chine	4,1%	4,4% ↓	3,8%	4,1%	0,9% ↓	0,7% ↓	1,5%	1,2%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 13 janvier 2025

### Graphique du mois



Après deux ans de quasi-stagnation, un écart de production s'est fait jour en zone euro. Autrement dit, les capacités de l'économie sont sous-exploitées. Nous prévoyons une normalisation de la croissance en 2025 et 2026, mais cela ne suffira pas à combler cet écart. La Suisse aussi est concernée, quoique dans une moindre mesure. La pression inflationniste devrait donc rester faible en 2025 et 2026 en Europe. Aux Etats-Unis, nous attendons une croissance proche de son potentiel en 2025 et 2026, avec une politique monétaire restrictive neutralisant la politique budgétaire expansionniste. Ainsi, l'écart de production américain devrait stagner autour de 0%.

## Etats-Unis Donald Trump contre-attaque

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 2,3%	2025 : 2,2%
2026 : 2,3%	2026 : 2,0%

Réjouissants, les chiffres de l'économie américaine en janvier n'ont toutefois guère intéressé les marchés financiers. Ceux-ci ont été animés par les nouvelles venues des entreprises (lancement du modèle d'IA révolutionnaire DeepSeek) et la politique. Comme prévu, Donald Trump a fait grand bruit pour son investiture. Etonnamment, il n'a fait que proférer des menaces de tarifs douaniers, principalement contre ses voisins immédiats, mais aussi envers la Colombie et la Chine. Cela s'inscrit dans sa politique de lutte contre l'immigration et la drogue. Une preuve que les tarifs servent d'une part de moyen de pression. D'autre part, Trump a toujours l'intention d'asséner des droits de douane à des fins commerciales et budgétaires, mais leur mise au point d'ici au 1er avril demande du temps. Dans notre scénario de référence, nous prévoyons un résultat final avec des tarifs douaniers ciblés plutôt qu'élevés et généralisés. Les dernières annonces de l'administration Trump ont fait toutefois augmenter le risque de ces derniers. La dérégulation est également annoncée dans le secteur de l'énergie, la politique migratoire et la sécurité aux frontières ont connu un sévère tour de vis. Globalement, le début de mandat correspond à nos attentes – nous ne révisons pas nos prévisions de PIB.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 2,5%	2025 : 2,6%
2026 : 2,4%	2026 : 2,6%

La hausse des prix des carburants fin 2024 et début 2025 a fait grimper l'inflation. Nous relevons donc légèrement notre prévision pour 2025. Nous attendons un nouveau repli de l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), pertinente pour la politique monétaire, induit par une moindre hausse des coûts du logement. Dans les nouvelles locations, les loyers ont même baissé de 2,4% au 4<sup>e</sup> trimestre 2024 par rapport à l'année précédente. Un ralentissement qui se répercutera en différé sur les loyers existants. Avec la pression salariale, l'inflation du tertiaire devrait rester élevée ; les droits de douane devraient rendre plus chers les biens de consommation (hors énergie).

## Zone euro Des lumignons d'espoir

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,8%	2025 : 1,0%
2026 : 1,0%	2026 : 1,2%

Les premiers indicateurs du moral pour janvier laissent entrevoir une légère amélioration. Le PMI du secteur manufacturier en zone euro est ressorti plus haut que prévu. Certes, inscrit à 46,1 points, il reste inférieur au seuil de croissance de 50, mais le pire semble être passé. Des perspectives en amélioration pour les entreprises ont porté ce léger rebond. Elles tablent sur une hausse de production cette année, avec un effet stimulant. L'indice du secteur tertiaire demeure installé en territoire positif. L'Allemagne est à l'origine de cette amélioration en zone euro. Son indice du secteur manufacturier a enfin connu un léger mieux, même s'il reste largement inférieur aux 50 points. D'autres indicateurs de confiance comme celui des ménages dans la zone euro se sont légèrement appréciés en janvier après deux mois de repli. Un rebond qui laisse espérer que la hausse de la consommation des ménages attendue pour 2025 aura un peu de substance. L'assouplissement de la politique monétaire de la BCE devrait également se traduire par une baisse de la part d'épargne des ménages.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,9%	2025 : 1,9%
2026 : 1,8%	2026 : 1,9%

Fin 2024, l'inflation globale en zone euro a encore légèrement progressé à cause de la hausse des prix de l'énergie. Nous avons donc légèrement relevé notre prévision d'inflation en 2025 pour l'UEM. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), déterminante pour la politique monétaire, est néanmoins constante à 2,7% depuis septembre. En décembre, et comme prévu, la BCE a diminué une fois de plus son taux directeur de 25 points de base, annonçant poursuivre sa trajectoire progressive d'assouplissement. En 2025, l'inflation dans la zone euro devrait reculer légèrement et revenir sous les 2%.

## Allemagne

### Optimisme prudent

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,4%	2025 : 0,4%
2026 : 0,8%	2026 : 1,0%

Le PIB a reculé de 0,2% en 2024, signant ainsi une seconde année consécutive de croissance négative. Malgré des salaires réels en hausse, la consommation reste timide au vu de l'incertitude économique. La hausse du taux d'épargne pourrait toutefois bientôt porter la consommation, dès que les ménages auront retrouvé le moral. Côté entreprises, le PMI affiche un optimisme léger, mais généralisé. Les perspectives en légère amélioration, associées à une politique monétaire de plus en plus expansionniste, laissent entrevoir une modeste reprise cette année. Nous attendons une croissance de 0,4% en 2025. Les élections fédérales du 23 février pourraient donner un coup de fouet supplémentaire à la conjoncture. Des investissements publics d'ampleur seraient envisageables si le frein à l'endettement était relâché ou que des mesures de soutien hors budget étaient introduites. Cela supposerait toutefois que les partis conservateurs au plan budgétaire comme le FDP et l'AfD n'obtiennent pas la minorité de blocage de plus d'un tiers des sièges du Bundestag. Autre facteur de risque majeur, le commerce international. De potentiels droits de douane américains sur les exportations allemandes (chimie et automobile notamment) pourraient peser sur l'évolution économique et compromettre la reprise.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 2,0%	2025 : 2,0%
2026 : 1,8%	2026 : 1,9%

En 2024, l'inflation s'est normalisée en direction des 2%, principalement du fait du repli durable du renchérissement dans le secteur tertiaire. Début 2025, l'inflation globale devrait légèrement progresser, portée par la hausse des prix de l'énergie et des salaires. Considérant la timide conjoncture, nous estimons toutefois qu'elle restera globalement stable cette année, autour de 2%.

## France

### Sous de bons auspices

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,8%	2025 : 0,7%
2026 : 1,1%	2026 : 1,1%

Depuis mi 2024, les prévisions de croissance du consensus pour 2025 se sont rapprochées de notre estimation prudente. Désormais, les hypothèses du consensus rejoignent celles de notre scénario de référence pour 2025 comme pour 2026. Ce dernier table sur une croissance française en deçà de son potentiel d'environ 1,3%, et ce jusqu'à nouvel ordre. L'incertitude politique continue de marquer le comportement des ménages et entreprises de l'Hexagone. Comme nous l'avons déjà évoqué, le taux d'épargne déjà supérieur à la moyenne a augmenté lors des neuf premiers mois de 2024. Si les ménages le ramenaient à sa valeur à long terme, le pouvoir d'achat ainsi libéré représenterait 1,9% du PIB. La baisse des taux à court terme en réaction à l'assouplissement de la politique monétaire par la BCE devrait effectivement entraîner une désépargne en 2025. Des signes réjouissants provenant des entreprises en début d'année appuient notre hypothèse d'un regain de dynamisme cyclique en Europe. Il semble également que la politique d'octroi de crédit des banques aux entreprises continue de s'assouplir. Par ailleurs, le PMI de l'industrie en janvier 2025 est à son plus haut niveau depuis juin 2024.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,1%	2025 : 1,4%
2026 : 1,7%	2026 : 1,6%

Nous tablons sur une poursuite de cette trajectoire désinflationniste, précisément au vu de l'évolution de la croissance sous son potentiel. La confirmation de la baisse annoncée des prix de l'électricité pour les ménages en février 2025 devrait entraîner un net repli de l'inflation, sous 1%. La dynamique de l'inflation justifie un assouplissement rapide de la politique monétaire, et le creux conjoncturel des poids lourds de la zone euro l'exige même.

## Italie

### L'avare au sein de l'OTAN

L'économie italienne est coupée en deux. D'une part, une industrie à la peine et un secteur tertiaire solide de l'autre. Ce dernier porte la vigueur du marché du travail et a conduit à un repli record du chômage, surtout chez les jeunes et dans le sud du pays. Donald Trump incarne un risque, car Rome pourrait se trouver dans le viseur américain dans deux domaines. Primo, en raison du fort excédent commercial en faveur de l'Italie, et secundo pour cause de dépenses insuffisantes en matière de défense. Ces dix dernières années, Rome a certes relevé leur part de 1,1% à 1,5% de son PIB. Mais elle se classe au 26<sup>e</sup> rang parmi les 32 pays membres de l'OTAN, et loin de l'objectif de 2%. Aucun autre membre de l'OTAN ne consacre une part plus élevée de ses dépenses en personnel (59%) ; en revanche, les sommes allouées à l'entretien et à l'équipement sont donc faibles. Jusqu'à présent, Giorgia Meloni est parvenue à s'attirer les bonnes grâces de Donald Trump, mais la pression politique américaine devrait s'accroître ces prochains mois.

## Espagne

### Comme d'habitude

En 2024, l'économie espagnole a été la locomotive de la croissance européenne. Certes, les chiffres du PIB du 4<sup>e</sup> trimestre n'étaient pas disponibles à la clôture de la rédaction, mais la croissance annuelle devrait largement surpasser celle de l'ensemble de l'UEM. Les dépenses publiques devraient moins contribuer à la croissance ces prochaines années, car l'Espagne doit procéder à une consolidation budgétaire afin de satisfaire aux exigences de l'UE. Nous prévoyons donc en 2025 un léger repli par rapport à 2024, mais une croissance toutefois solide. L'économie espagnole devrait à nouveau profiter de la forte immigration, clairement favorisée par l'exécutif. Depuis 2019, elle a conduit à une hausse de 4% de la population active, soit presque deux fois plus que dans les autres pays d'Europe occidentale. De plus, en raison de sa faible part de biens exportés vers les Etats-Unis, l'Espagne devrait être moins exposée aux droits de douane que les poids lourds de la zone euro.

## Suisse

### La demande extérieure pèse

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,2%	2025 : 1,3%
2026 : 2,0%	2026 : 1,6%

Notre prévision de croissance pour 2025 prévoit une dynamique conjoncturelle inférieure au potentiel de l'économie suisse. Les industries MEM continuent de pâtir de la faible demande des débouchés que sont l'Allemagne et la Chine. A contrario, l'économie intérieure connaît une belle évolution. Le solde migratoire de la population résidante permanente reste, extrapolé sur une année, supérieur à 90 000 personnes. De plus, selon le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le moral des ménages s'est nettement amélioré. D'après cette enquête, ils jugent la période encore plus favorable pour procéder à des achats importants. Il semble que la politique monétaire expansionniste de la BNS en 2025 va continuer de stimuler l'économie domestique. La forte hausse du taux de croissance du PIB à 2,0% en 2026 s'explique par les recettes des licences perçues par les associations sportives domiciliées en Suisse que sont l'UEFA et le CIO. Ajusté des événements sportifs, le PIB va augmenter – d'après nos calculs – de 1,5% en 2025 et de 1,6% en 2026.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,2%	2025 : 0,6%
2026 : 0,6%	2026 : 0,8%

Notre prévision pour 2025 est inférieure à celle du consensus. Toutefois, les risques de prévision à court terme augmentent légèrement, en raison des fluctuations sur les marchés des changes et des matières premières. Les raisons à cela sont notamment le regain d'appréciation du franc suisse face à l'euro, absent dans un premier temps, et la hausse des prix de l'énergie. Par ailleurs, nos prévisions pour 2025 reposent sur la baisse des prix de l'électricité pour les ménages et la pression structurelle des prix dans le commerce de détail. Au second semestre, la baisse des loyers existants intégrera en outre l'indice suisse des prix à la consommation.

## Royaume-Uni

### Le budget redevient central

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,2%	2025 : 1,2%
2026 : 1,4%	2026 : 1,4%

Les rendements des gilts ont fortement augmenté depuis décembre 2024, atteignant un niveau inédit depuis 1998. A l'inverse de « l'instant Liz Truss » en 2022, où la présentation d'un budget expansionniste avait conduit à une vente massive des emprunts britanniques, la courbe du marché a cette fois été en phase avec les emprunts d'Etat mondiaux et moins abrupte. Outre des facteurs internationaux, des paramètres intérieurs comme la crainte d'une inflation tenace et un faible assouplissement monétaire ont animé le marché. Les coûts de prise de crédit ont ainsi augmenté depuis la présentation du budget en octobre, et le respect des règles auto-imposées en la matière s'est corsé. Rachel Reeves, la Chancelière de l'Echiquier, n'a laissé qu'une marge fiscale très limitée. Celle-ci semble déjà épuisée, mais il est difficile d'estimer précisément le déficit. Le 26 mars 2025 paraîtront les prévisions de printemps de l'*Office for Budget Responsibility*, garant des finances publiques, suivies du discours de Rachel Reeves – nous attendons ces instants avec impatience. Pour l'heure, l'hypothèse la plus probable est que le déficit soit comblé par une réduction des dépenses. En revanche, on ignore sur quoi elles porteront. Le Labour a axé sa stratégie sur la relance de l'investissement. Or, diminuer les dépenses dans ce domaine semble difficilement conciliable avec les objectifs fixés.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 2,5%	2025 : 2,6%
2026 : 2,1%	2026 : 2,3%

A 2,5% en décembre, l'inflation est inférieure aux attentes, principalement en raison de la baisse des prix des billets d'avion, une composante très volatile. Cette surprise à la baisse a malgré tout été une bonne nouvelle pour les marchés obligataires. Nous prévoyons une évolution de l'inflation en direction des 2% cette année.

## Chine

### Démarrage en douceur

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 4,1%	2025 : 4,4%
2026 : 3,8%	2026 : 4,1%

L'économie chinoise a progressé de 5% en 2024. Principal moteur de cette solide performance, les investissements et exportations de haute technologie, en hausse de plus de 7% sur l'année. En 2025, les secteurs exportateurs en particulier seront sous pression. Bien que Donald Trump ait pour l'instant écarté un droit de douane global sur l'ensemble des produits chinois, il devrait ériger des barrières commerciales et entraver les exportations. D'une part, Donald Trump utilise les tarifs douaniers comme moyen de pression pour obtenir des concessions de Pékin, p. ex. dans la crise du fentanyl ou en faveur de l'achat de davantage de produits américains. La Chine semblant ouverte à de tels arrangements, la mise en œuvre effective et le maintien de droits de douane pourraient être moins sévères que prévu. Quoi qu'il en soit, certains tarifs seront appliqués, car Donald Trump a également pour objectif de réduire le déficit de la balance commerciale américaine par leur truchement. Il veut également affaiblir la compétitivité des produits industriels chinois, servant son but suprême de réindustrialisation des Etats-Unis. Le secteur immobilier retrouve de la stabilité côté demande, avec des ventes en décembre une fois de plus en progression par rapport à l'année précédente. Avec cette perspective plus claire sur l'état de la demande, l'immobilier n'est plus le principal risque pesant sur la croissance.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,9%	2025 : 0,7%
2026 : 1,5%	2026 : 1,2%

Tandis que la production industrielle s'envole, la demande des ménages reste atone. Ce déséquilibre entre offre et demande laisse peu de marge de manœuvre aux entreprises pour augmenter les prix. Comme cette situation devrait persister en 2025, voire s'aggraver avec la menace des droits de douane, nous abaïssons notre prévision d'inflation à 0,9%.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com  
✕ @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
✕ @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife-am.com



**Christoph Lauper**  
**Economist Quantitative Analysis**  
christoph.lauper@swisslife-am.com



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@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.

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.

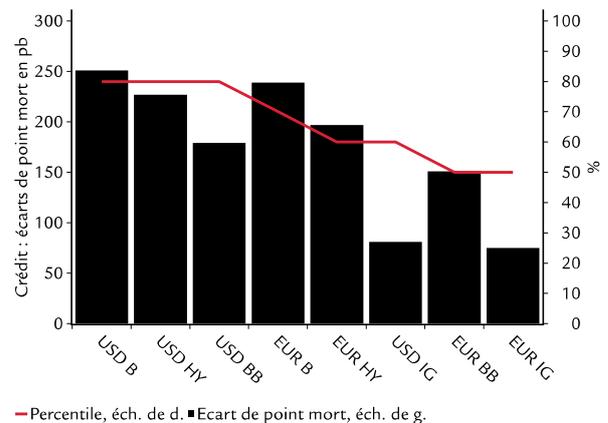
### Royaume-Uni

- 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 bénéficiaires. Secundo, elle complique la surperformance par les géants 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

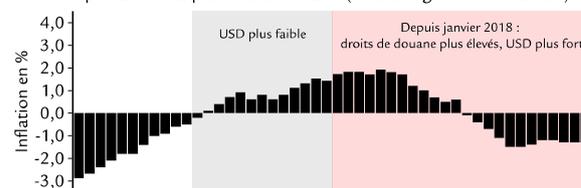
- La paire EUR/CHF reste sur une trajectoire haussière soutenu par des commentaires accommodants de Martin Schlegel, président de la BNS.
- Nous restons neutres sur la paire.

### Japon

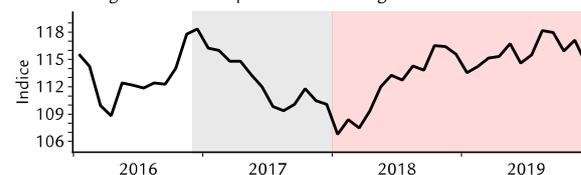
- L'USD/JPY a reculé en janvier du fait de la faiblesse globale de l'USD. Nous attendons une inversion du mouvement ces prochaines semaines.

### 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

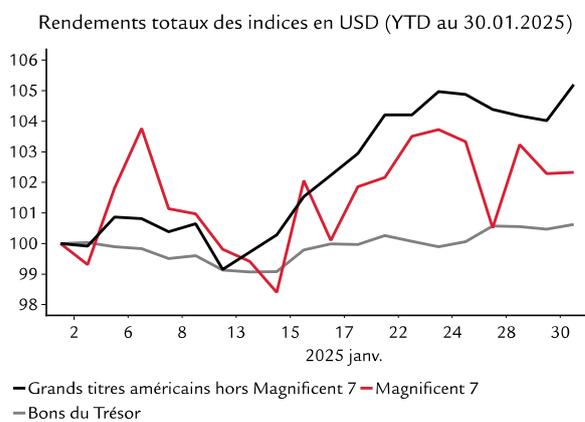
Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	neutre
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Obligations des marchés émergents	sous-pondération
Actions mondiales	surpondération

\* 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).



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.