

Mars 2025

## A retenir

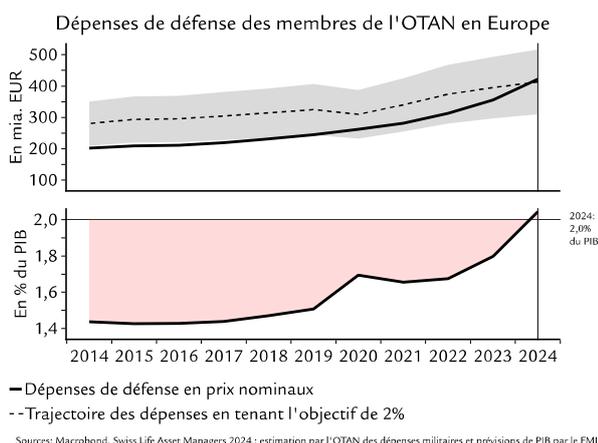
- États-Unis : l'euphorie cède la place à l'inquiétude liée aux tarifs douaniers parmi les entreprises
- Allemagne : la perspective d'un gouvernement capable d'agir porte le timide essor cyclique
- Chine : la taxe douanière de 10% n'aura qu'un effet limité, mais d'autres sont attendues

## 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%	2,6% ↑	2,7% ↑	2,4%	2,6%
Zone euro	0,8%	0,9% ↓	1,0%	1,2%	2,0% ↑	2,1% ↑	1,8%	1,9%
Allemagne	0,3% ↓	0,3% ↓	0,8%	1,0%	2,0%	2,2% ↑	1,8%	1,9%
France	0,8%	0,7%	1,1%	1,0% ↓	1,2% ↑	1,4%	1,6% ↓	1,7% ↑
Italie	0,5% ↓	0,7%	0,9%	0,9%	1,8% ↑	1,8% ↑	1,8%	1,7%
Espagne	2,2% ↑	2,4% ↑	1,7% ↑	1,9% ↑	2,3% ↑	2,2% ↑	1,9%	2,0%
Royaume-Uni	1,2%	1,1% ↓	1,4%	1,3% ↓	2,7% ↑	2,8% ↑	2,1%	2,4% ↑
Suisse	1,2%	1,2% ↓	2,0%	1,6%	0,2%	0,5% ↓	0,7% ↑	0,8%
Japon	1,2% ↑	1,2%	0,5%	0,9%	2,9% ↑	2,6% ↑	1,6%	1,8%
Chine	4,1%	4,5% ↑	3,8%	4,1%	0,7% ↓	0,6% ↓	1,5%	1,1%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 10 février 2025

## Graphique du mois



Les dépenses militaires en Europe ont nettement augmenté depuis l'invasion russe en Ukraine en 2022. En 2024, elles ont atteint pour la première fois l'objectif de l'OTAN de 2% du PIB européen. La défense devrait rester au sommet de l'agenda politique de l'UE, et les dépenses en la matière devraient continuer de croître ces prochaines années. Toutefois, leur financement interrompt en raison des règles budgétaires fixées par Bruxelles. La suspension de ces règles ou l'émission « d'emprunts de guerre » sont deux options envisageables.

## Etats-Unis La réalité en face

### Croissance du PIB

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

Le flot de nouvelles en provenance de la Maison Blanche ne tord pas le cou à nos prévisions, mais les confirme globalement. 1 – Les taxes douanières jusqu’à 10% sur les produits chinois sont devenues réalité ; nous tablons sur des droits de douane ciblés plutôt que généralisés envers les pays industrialisés. Cette hypothèse sera mise à l’épreuve ces prochaines semaines, plusieurs échéances arrivant à terme. Le risque est que nous sous-estimions l’appétit du président américain pour ces recettes générées par ces droits de douane. 2 – La rhétorique sévère a dissuadé les migrants, mais les « déportations de masse » ne sont pas devenues réalité. Le Congrès souhaite discuter des moyens à cette fin, mais il faudra un moment avant de disposer du personnel et des infrastructures nécessaires. 3 – La dérégulation devrait désormais s’étendre au secteur financier. 4 – Côte politique budgétaire, il se peut que nous ayons sous-estimé la volonté de réduction du déficit. Les premiers budgets prévisionnels prévoient notamment des coupes dans les programmes sociaux comme Medicaid pour prolonger les réductions d’impôts datant du premier mandat de Donald Trump. L’issue des débats reste ouverte ; nous allons donc temporiser avant de revoir nos prévisions. Une chose est claire : l’incertitude a grandi et dans de nombreuses enquêtes auprès des entreprises, l’euphorie initiale laisse place à la désillusion.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,6%	2025: 2,7%
2026: 2,4%	2026: 2,6%

Comme ces dernières années, l’inflation sous-jacente comme globale a surpris à la hausse en janvier. Il reste difficile d’évaluer la part des facteurs saisonniers et des conditions météorologiques exceptionnelles, et l’effet réel sur la hausse de l’inflation. Cependant, les attentes d’inflation ont augmenté sur les marchés financiers, dans les entreprises et parmi les ménages. Conjugué à l’incertitude quant à la politique douanière, cela a entraîné une attitude attentiste de la Fed.

## Zone euro Et si... ?

### Croissance du PIB

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

Le locataire de la Maison Blanche n’a pas fait dans la discrétion dans sa tentative d’obtenir la paix entre la Russie et l’Ukraine. Toutefois, le chemin vers un accord aux solides garanties en termes de sécurité est semé d’embûches, et les négociations devraient jouer les prolongations. Nous n’avons donc pas encore adapté nos prévisions. Un tel accord aurait avant tout les conséquences économiques suivantes pour l’Europe. Primo, un assouplissement des sanctions envers Moscou, abaissant le prix du gaz. Ce serait une bonne nouvelle pour l’inflation de la zone euro et l’industrie qui pâtit des prix élevés de l’énergie. Secundo, le marché du travail. Actuellement, quelque 2,6 millions de réfugiés ukrainiens vivent dans la zone euro, et ils ont porté l’emploi en Europe ces dernières années. D’après des sondages, 50% de ces personnes ont l’intention de retourner en Ukraine une fois la guerre terminée. Une donnée qui devrait aggraver la pénurie de main-d’œuvre et les problèmes démographiques. Indépendamment de l’avancée des négociations, les dépenses de défense vont augmenter dans tous les pays d’Europe ces prochains mois (voir graphique du mois). L’incidence sur la croissance économique sera positive, et notre scénario de référence l’intégrait déjà.

### Inflation

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

En zone euro, l’inflation globale grimpe encore en janvier et s’inscrit à 2,5%. Une hausse principalement causée par une forte accélération des prix de l’énergie. L’inflation sous-jacente reste inchangée par rapport à décembre, à 2,7%. Les prix de l’énergie reculent à nouveau depuis début février, ce qui devrait amortir quelque peu l’augmentation de janvier. En 2025, l’inflation dans la zone euro devrait reculer légèrement et revenir sous les 2%.

## Allemagne

### Les prévisions s'améliorent

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,3%	2025: 0,3%
2026: 0,8%	2026: 1,0%

L'économie allemande demeure dans une position attentive. L'indice ifo du climat des affaires affiche un tableau contrasté en février. Tandis que les entreprises jugent mauvaise la marche actuelle des affaires, leurs attentes s'améliorent légèrement. Le PMI du secteur manufacturier affiche une tendance similaire et signale à nouveau une évolution positive. Le contexte politique contribue aussi à décrier la situation. La majorité sortie des urnes le 23 février permettra de former un gouvernement stable qui pourra agir avec célérité. Des allègements fiscaux pour stimuler l'investissement dans les infrastructures et la défense sont envisageables. Mais des compromis avec les Verts et « Die Linke », le parti de gauche, seront indispensables pour obtenir la majorité des deux tiers requise. A brève échéance, le contexte économique reste difficile : la consommation privée rebondit lentement, car de nombreux ménages restent prudents. Eu égard aux incertitudes internationales, l'export demeure confronté à des difficultés structurelles et des défis de taille. Toutefois, l'optimisme en hausse, la politique monétaire plus expansionniste et un gouvernement apte à l'action contribueront ensemble à consolider la reprise et à remettre l'Allemagne sur le chemin de la croissance.

#### Inflation

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

En Allemagne, la trajectoire est déflationniste et – à l'inverse de nombreux autres pays occidentaux – n'a pas livré de hausse surprise récente. Notre estimation d'une probable normalisation vers les 2% demeure inchangée. L'inflation des services, tenace, reste décisive pour l'évolution à moyen et à long terme. Elle est portée par la hausse des salaires et la pénurie de main-d'œuvre qualifiée. Inscrite à 4%, elle est nettement supérieure à la valeur cible pour la stabilité des prix.

## France

### Moral en berne dans le tertiaire

#### Croissance du PIB

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

D'après les indicateurs avancés, le PMI du secteur des services est tombé en février à son plus bas niveau depuis septembre 2023. Cette morosité est due à des carnets de commandes qui ont minci à vue d'œil. Le retour – pour l'heure – de la stabilité politique ne se traduit visiblement pas de manière immédiate dans la confiance des entreprises du tertiaire. La situation sur le marché du travail est à l'avenant, et reste sombre : d'après la plateforme spécialisée Indeed, le nombre d'offres d'emploi est au plus bas depuis octobre 2021. De plus, cette incertitude considérable a entraîné, selon une enquête de Bloomberg, un niveau de risque de récession dans l'Hexagone ces douze prochains mois au plus haut en deux ans. Nous continuons d'écarter toute récession technique avec un taux de croissance négatif du produit intérieur brut. Toutefois, nous maintenons notre hypothèse d'une croissance tricolore moins vigoureuse en 2025 et 2026 qu'elle pourrait l'être si elle exploitait pleinement ses capacités. Il faut donc s'attendre à une hausse du taux de chômage ces prochains trimestres. Nous attendons des stimuli venus de la baisse des coûts de financement à la suite des réductions de taux de la BCE.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,4%
2026: 1,6%	2026: 1,7%

En janvier, le renchérissement annuel a dépassé notre prévision. Nous avons donc légèrement relevé notre projection d'inflation pour 2025. Toutefois, notre scénario de référence quant à la dynamique des prix à la consommation demeure inférieur à la prévision du consensus. En février, la baisse des prix de l'électricité a alimenté un repli notoire de l'inflation. Considérant la croissance économique inférieure au potentiel, nous tablons pour le reste de l'année sur un recul de la pression sur les prix dans le secteur tertiaire.

## Italie

### Six mois de stagnation

D'après les premiers chiffres de l'institut statistique italien, l'économie *azzurra* a stagné lors des six derniers mois de 2024. Si la forte consommation privée a compensé l'atonie du commerce extérieur au 3<sup>e</sup> trimestre, les indicateurs avancés dressaient le constat inverse au 4<sup>e</sup> dans le communiqué de presse de l'institut statistique national. De faibles importations et fortes exportations, surtout en décembre, vers d'autres pays de l'UE notamment, y ont contribué. Curieusement, l'export vers les États-Unis a reculé en fin d'année ; aussi, il y a eu peu d'exportations anticipées en raison de la menace des droits de douane. Les premiers chiffres 2025 sont contrastés. La croissance de salaires réels reste positive et devrait continuer de porter la consommation. Mais, à la lecture des PMI, aucune accélération de la dynamique dans le tertiaire n'est à attendre. Le moral reste en berne dans le secteur industriel. Dans l'ensemble, nous restons confiants dans notre prévision de croissance de 0,5% pour 2025, inférieure à celle du consensus.

## Espagne

### Essor de l'investissement

Au 4<sup>e</sup> trimestre 2024, l'économie espagnole a de nouveau progressé, de 0,8% par rapport au trimestre précédent. La croissance pour l'année 2024 s'établit donc à 3,2%. Cette remarquable performance s'est maintenue malgré les fortes inondations du mois d'octobre. Les efforts de reconstruction semblent avoir compensé – partiellement tout du moins – les dégâts causés. Le net rebond des investissements au 4<sup>e</sup> trimestre, poussifs ces dernières années, peut constituer un indice. La croissance des investissements dans les machines et équipements a été particulièrement forte. La reprise durable de la consommation est également encourageante ; elle devrait demeurer un relais de croissance en 2025. En revanche, les dépenses publiques qui ont porté la conjoncture ces dernières années ont fortement ralenti au 4<sup>e</sup> trimestre. La contribution à la croissance reste positive, aussi grâce au soutien public aux régions touchées par les inondations. Certes, nous prévoyons cette année une croissance en léger repli par rapport à 2024, mais toujours solide.

## Suisse

### Prévision d'inflation inchangée

#### Croissance du PIB

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

Primo, les données 2024 ajustées des revenus des licences des associations organisatrices des grands événements sportifs internationaux montrent que la Suisse a échappé au recul conjoncturel de ses grands voisins. Le moral des ménages, qui continue de s'améliorer, et le regain de forme du marché immobilier sont une explication de la robustesse de l'économie suisse. L'action énergique de la Banque nationale suisse (BNS) et sa rapide transition de politique monétaire vers l'expansionnisme ont déjà stimulé l'économie domestique. Une seconde explication provient du solde migratoire toujours élevé de la population résidente étrangère : elle a augmenté de 90 000 personnes en 2024. Il reste donc raisonnable d'affirmer que la croissance du produit intérieur brut suisse s'appuie surtout sur une large assise intérieure. En revanche, les industries MEM tournées vers l'exportation continuent de pâtir d'une faible demande, comme en témoignent les données du marché du travail des cantons de l'arc jurassien. Le taux de chômage moyen devrait progresser en Suisse, passant de 2,5% en 2024 à 2,8% courant 2025.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,2%	2025: 0,5%
2026: 0,7%	2026: 0,8%

Les chiffres de l'indice suisse des prix à la consommation réservaient une surprise qui a poussé les marchés à réévaluer légèrement la future politique monétaire de la BNS : l'inflation sous-jacente est passée de 0,6% à 0,9%. Selon nous, cette hausse s'explique surtout par le changement de pondération au sein du panier-type. Notre prévision pour 2025 est bien inférieure à celle du consensus. Rappelons que notre scénario de référence prévoit des prix à l'importation et de l'énergie en baisse. En outre, le repli des loyers existants intégrera la mesure de l'inflation à partir d'août.

## Royaume-Uni

### La dépense publique au soutien

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,1%
2026: 1,4%	2026: 1,3%

Au 4<sup>e</sup> trimestre, le PIB britannique a signé +0,1% par rapport au précédent. Entre novembre et décembre, il a progressé de 0,4%, gagnant ainsi en dynamisme. Toutefois, les relais de croissance sont moins exaltants. Lors du dernier trimestre 2024, le principal a été le secteur public. D'autre part, la consommation des ménages a stagné à un faible niveau, tandis que les investissements des entreprises et le commerce de détail ont freiné la dynamique. Cette composition de la croissance concorde toutefois – jusqu'à un certain degré – avec les prévisions issues du budget automnal. Il intégrant une hausse des dépenses publiques, qui ont porté leurs fruits plus tôt que prévu. Le secteur privé devrait demeurer le point faible de l'économie britannique ces prochains mois, car les effets des hausses d'impôts annoncées et entrant en vigueur en avril vont se faire sentir. Les PMI de février pointent déjà vers cette direction. Dans le secteur tertiaire, le PMI a certes livré une hausse surprise, à 51,1 points et donc au-dessus du seuil de croissance. Toutefois, la nette dégradation de la composante de l'emploi témoigne d'un ralentissement. Néanmoins, nous attendons une certaine accélération de la croissance PIB par rapport à 2024, portée par l'augmentation de la dépense publique.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,7%	2025: 2,8%
2026: 2,1%	2026: 2,4%

A 3,0% en janvier, l'inflation a été bien supérieure aux attentes. La hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation l'explique. L'inflation sous-jacente aussi a fortement augmenté, avec la hausse des prix des billets des transports publics et de l'introduction de la TVA pour les écoles privées. Nous relevons donc notre projection pour 2025, à 2,7%.

## Chine

### Guerre commerciale 2.0

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4,1%	2025: 4,5%
2026: 3,8%	2026: 4,1%

Tandis que le Mexique et le Canada échappent pour l'heure aux 25% de droits de douane qui leur étaient promis, la situation est tout autre pour la Chine. Une taxe douanière de l'ordre de 10% sur les produits chinois est entrée en vigueur le 4 février dernier, étendant la guerre commerciale déclarée par Donald Trump lors de son premier mandat. Contrairement à l'époque où cette taxe ciblait des groupes spécifiques, l'actuelle s'applique à toutes les marchandises exportées de Chine vers les États-Unis. Bien que cela devrait peser sur la balance commerciale chinoise, l'incidence sur le PIB devrait rester limité. L'importance du marché américain comme débouché pour la Chine a nettement reculé. De plus, Pékin peut amortir ces effets par un soutien budgétaire accru, une délocalisation vers d'autres partenaires commerciaux et une dévaluation du yuan, à même de rapidement neutraliser les incidences des droits de douane. Toutefois, le taux de 10% ne va pas en rester là. Le président américain a exigé de différentes autorités de lui soumettre au 1<sup>er</sup> avril des rapports sur différents thèmes dont il compte se saisir pour appliquer des droits de douane. Concernant la Chine, ces sujets vont du respect de l'accord commercial aux pratiques concurrentielles déloyales. Des droits de douane plus élevés sur certains produits chinois sont donc probables, d'autant que l'objectif est d'augmenter les recettes douanières et de réindustrialiser l'économie américaine.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,7%	2025: 0,6%
2026: 1,5%	2026: 1,1%

Malgré une hausse de l'inflation à 0,5% en janvier (inscrite à 0,1% en décembre), elle reste inférieure à notre prévision. Elle était prévisible en raison du bond des dépenses à l'occasion des fêtes du Nouvel An lunaire. Néanmoins, cette inflation étonnamment faible nous pousse à abaisser notre prévision pour 2025, de 0,9% à 0,7%.

## 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.

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

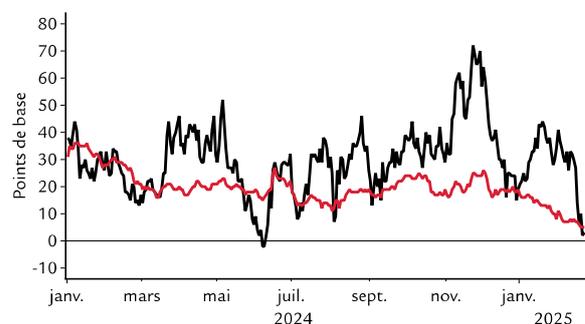
- Evolution dans une fourchette restreinte pour les écarts de crédit. Plutôt volatils sur le mois, les taux sont restés stables sur l'ensemble de février.
- Depuis mi-février, les surprises économiques sont bonnes outre-Manche. La courbe des taux s'est un peu raidie.

### 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.

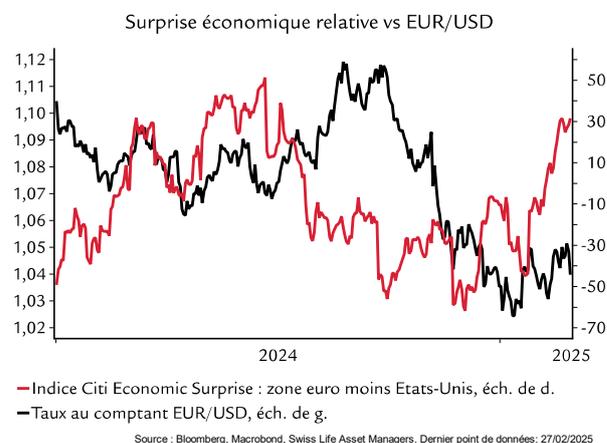
### Suisse

- 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

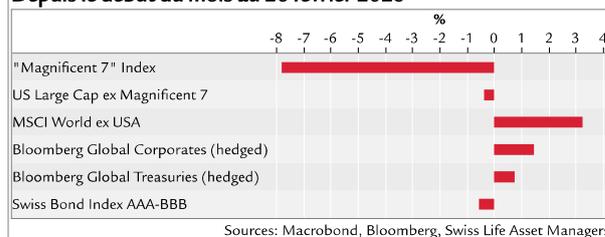
\* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- 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 Zurich. **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.