

Mai 2025

A retenir

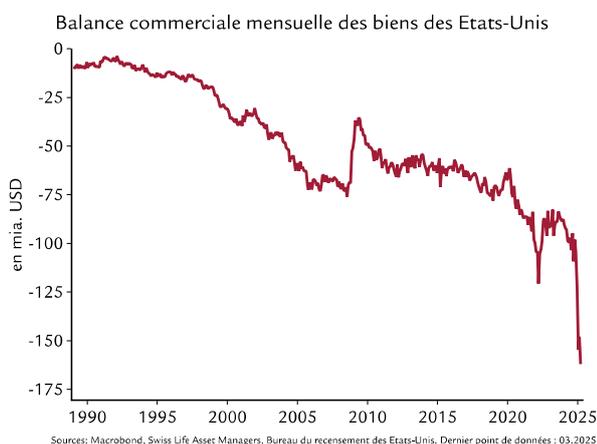
- Etats-Unis : consommation anticipée au 2ème trimestre, suivie d'un affaiblissement au second semestre 2025
- Zone euro : les politiques monétaire et budgétaire peuvent amortir l'effet néfaste du conflit douanier
- Chine : l'escalade douanière va frapper les exportations, mais sans interrompre les flux de marchandises

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 7 avril 2025

Graphique du mois



Bien que le président américain ait fixé pour objectif de réduire le déficit de la balance commerciale américaine, des excédents d'importation record ont été enregistré lors des trois premiers mois de 2025. Rien à voir avec un boom des échanges transfrontaliers, mais plutôt une anticipation des importations avant que les droits de douane annoncés ne s'appliquent. Nette amélioration des données des exportations européennes et asiatiques au 1^{er} trimestre donc, mais gare à ne pas l'interpréter comme un essor durable. Ces effets devraient s'inverser en cours d'année.

Etats-Unis Des rayons vides

Croissance du PIB

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

Actuellement, les marchés financiers sont le seul « contre-pouvoir » notable à exercer un contrôle sur le pouvoir présidentiel, tout du moins sur sa politique économique. Alors que les emprunts d'Etat américains ont subitement décliné après l'annonce de droits de douane massues lors du « Liberation Day », le président s'est vu contraint d'en suspendre certains pour 90 jours. Dans le cas de la Chine, des biens essentiels en ont été exclus. Les entreprises américaines vont d'abord éviter certaines importations chinoises, entraînant de plus en plus de perturbations dans les chaînes logistiques industrielles et des rayons vides dans les magasins. Selon nous, Pékin a la meilleure main dans cette partie, et les Etats-Unis devraient soit ouvrir des négociations ou exempter de taxes d'autres produits. Négocier avec d'autres pays est envisageable, mais nous ne faisons aucun pronostic quant au timing ou au résultat. A une exception près : le risque latent d'une crise des emprunts d'Etat pourrait nous préserver d'une nouvelle escalade douanière et donc d'une récession mondiale qui menace. Avec les droits de douane actuels, le scénario de référence suivant semble probable pour les Etats-Unis : anticipation de la consommation et de la production (tant que les stocks suivent), suivie d'un contrecoup au 2nd semestre. La réorganisation des chaînes logistiques et l'appui de la politique monétaire pourraient alimenter un certain rebond en 2026.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 3,3%	2025 : 3,2%
2026 : 3,8%	2026 : 2,7%

Notre scénario de référence est très incertain, car tributaire de l'humeur de la Maison-Blanche. Idem pour les prévisions d'inflation, car la Fed reste pour l'heure engluée dans une position attentiste. La massue douanière et la faiblesse du dollar nous font nettement relever nos prévisions d'inflation. Les chiffres de mars étonnamment faibles montrent que la pression s'estompe vite avec la faiblesse de la consommation. Un argument qui pourrait amener la Fed à ignorer les hausses de prix liées aux droits de douane.

Zone euro Tout n'est pas perdu

Croissance du PIB

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

Les effets économiques des taxes douanières américaines devraient se faire ressentir en zone euro au 2nd semestre en particulier. Nous abaissons donc légèrement notre prévision de croissance pour 2025 et 2026. Outre une demande mondiale en repli, c'est surtout la forte incertitude globale qui pèse sur les investissements des entreprises et la consommation des ménages. Cependant, la politique budgétaire expansionniste de nombreux pays européens devrait porter la croissance. En plus de projets d'investissements en infrastructures (Allemagne et Italie), la hausse à venir des dépenses de défense sera également favorable. Avec le repli de l'inflation, la politique monétaire peut se permettre d'être plus expansionniste. L'inflation baissant, les salaires réels devraient augmenter, portant à leur tour la consommation des ménages à moyen terme. Jusqu'à présent, les enquêtes auprès des entreprises restent bonnes. Ainsi, le PMI du secteur manufacturier en avril signe un léger gain par rapport à mars, mais il reste en deçà du seuil d'expansion. Cela tient d'une part à une certaine anticipation des exportations américaines et de l'autre à une baisse des prix de l'énergie. Le premier aspect cité devrait toutefois s'inverser au 2nd semestre (voir également Graphique du mois)

Inflation

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

La pression inflationniste reflue et, en raison du repli de la demande mondiale et des prix de l'énergie, le renchérissement devrait diminuer en cours d'année. L'appréciation de l'euro atténuée en outre la pression importée. C'est autant d'eau au moulin de la BCE pour continuer son cycle de baisse des taux. Elle devrait opérer trois réductions de 25 pb chacune en 2025.

Allemagne Nouvel exécutif, faible impact

Croissance du PIB

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

La CDU/CSU et le SPD se sont accordés sur un gouvernement de coalition. L'accord conclu comprend principalement des mesures incrémentales : de nombreux stimuli de politique économique restent vagues ou sont repoussés à 2026 voire plus tard. Allègements fiscaux, incitations à l'investissement et reflux des prix de l'énergie sont prévus, mais n'auront aucun effet à court terme. La marge de manœuvre budgétaire reste limitée étant donné la conjoncture et les risques géopolitiques. Berlin reste engagée à respecter le pacte budgétaire européen, signifiant que malgré les exceptions de taille au frein à l'endettement, il ne faut pas tabler sur un renoncement fondamental à une politique financière axée sur la stabilité. Les exportateurs vont souffrir des droits de douane américains récemment suspendus ainsi que de l'appréciation de l'euro. Les enquêtes auprès des entreprises traduisent donc un repli des attentes. L'indice ifo du climat des affaires recule légèrement, mais reste comparativement stable, considérant la mauvaise trajectoire des exportations. Cela indique une certaine solidité de la conjoncture allemande à un faible niveau. Le secteur tertiaire poursuit son évolution stable. Faibles perspectives de croissance à court terme globalement, mais un modeste rebond à moyen terme est probable.

Inflation

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

L'effet désinflationniste de la politique douanière américaine et la baisse des prix de l'énergie va accélérer la normalisation de l'inflation. De plus, l'euro s'apprécie fortement depuis janvier, réduisant l'inflation importée des produits de l'énergie, des biens de consommation et d'investissement. A la clé, baisse des coûts pour les ménages et les entreprises. Au vu de ces évolutions, nous tablons sur une pression inflationniste plus faible sur la période de prévision et abaissons notre projection d'inflation à 2,1% en 2025 et à 2,0% en 2026.

France Boom du tourisme

Croissance du PIB

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

En ce début de 2^e trimestre, les PMI de l'industrie, des services et du secteur de la construction stagnent tous sous le seuil d'expansion des 50 points. Dans cet environnement économique troublé, le secteur du tourisme en France rayonne. Les chiffres disponibles concernant les nuitées en hôtel de touristes étrangers annoncent un cru 2025 record. Le commerce de détail profite aussi de la demande florissante. De plus, la consommation privée est portée par l'assouplissement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne. Et c'est précisément dans l'Hexagone que les produits d'épargne des ménages rémunérés baissent nettement, faisant reculer le coût d'opportunité de la consommation. La propension inhabituelle des Français à épargner devrait donc appartenir au passé. Nous avons déjà évoqué le fait que le retour à un taux d'épargne moyen à long terme pouvait libérer une réserve de pouvoir d'achat à hauteur d'environ 2% du PIB tricolore. Outre l'incertitude en matière de politique commerciale, le débat sur le budget nuit au comportement d'investissement des entreprises. L'objectif de réduction du déficit public à 4,6% du PIB en 2026 avec un effet fiscal neutre, tout en augmentant les dépenses de défense, est un cas d'école de quadrature du cercle.

Inflation

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

Cet été, l'inflation française va stagner sous 1%. Notre avis, à savoir un effet de baisse de prix induit par le conflit douanier et les tendances désinflationnistes chinoises sur les économies européennes, est de plus en plus apte à recueillir la majorité. Cela se reflète dans le repli de la prévision du consensus en 2025 concernant les attentes à long terme du marché des obligations indexées sur l'inflation. Le taux d'inflation moyen anticipé ces dix prochaines années est de 1,9%, soit 0,4% de moins qu'il y a un an.

Italie

Un ciel un peu plus sombre

En février, les PMI italiens ont progressé dans le sillage de l'euphorie autour du paquet fiscal allemand, mais ont reculé en mars, surtout dans l'industrie. En effet, la guerre commerciale déclarée par Washington s'est intensifiée. Indisponibles à la clôture de la rédaction, les chiffres d'avril devraient être en dégradation considérant l'orientation exportatrice de l'Italie. A l'instar du Japon, de l'Allemagne et de l'Autriche, les exportations vers les Etats-Unis représentaient environ 3,4% du PIB en 2024. A l'inverse de ces pays, l'Italie reste moins exposée aux taxes sectorielles sur les véhicules, l'acier et l'aluminium. En effet, les produits de ces secteurs ne constituent que 8% de toutes les exportations vers les Etats-Unis. La menace de taxes sur les produits pharmaceutiques (part de 15%) serait déjà bien plus problématique. L'essentiel des exportations vers Washington (73%) est constitué de produits actuellement soumis à des droits de douane de 10%. En raison de ce taux de base plus élevé que prévu et de l'appréciation surprise de l'euro, nous abaissons légèrement notre prévision de croissance pour 2025.

Espagne

Au-dessus de la moyenne

En mars également, la confiance des entreprises espagnoles reste supérieure à la moyenne de la zone euro. Certes, le tertiaire en est le principal moteur, mais le moral des entreprises industrielles depuis le début de l'année a glissé légèrement en deçà du seuil d'expansion. Une situation probablement imputable au commerce extérieur espagnol qui, comparé à celui d'autres pays européens, affiche une faible exposition aux Etats-Unis, avec des exportations de seulement quelque 1,4% du PIB. A l'instar de l'Italie, le pays de Cervantès est moins touché par les taxes sectorielles (aluminium, acier et véhicules) et la majorité de ses exportations est pour l'heure frappée du taux global de 10%. Certes, le PMI des commandes reçues par les entreprises industrielles espagnoles recule depuis janvier, côté exportation également. Toutefois, la croissance espagnole devrait – cette année encore – être supérieure à la moyenne européenne, portée par un solide secteur du tourisme et un marché du travail robuste.

Suisse

Des souvenirs de 2015

Croissance du PIB

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

Au 1^{er} trimestre, l'indice à haute fréquence du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) relatif à l'activité économique a retrouvé son plus haut niveau en près de quatre ans. Une observation étonnante considérant le marasme régnant dans l'industrie MEM. Les conditions cadres économiques affichent une dichotomie. Les entreprises tournées vers le marché domestique et celles de la construction profitent de la politique monétaire expansionniste de la BNS et d'une solide demande des ménages. Les branches tournées vers l'exportation souffrent des mesures protectionnistes. Une dichotomie qui va se renforcer ces prochains mois. Malgré une incertitude considérable liée aux taxes douanières américaines, nous ne révisons pour l'heure qu'à la marge notre prévision de croissance. Une chose est sûre : l'activité d'investissement des entreprises souffre du flou de la politique économique. Le choc négatif de la demande étrangère va se heurter à son alter ego positif de la demande intérieure. Comme en 2015 lors du choc du franc, l'appréciation de la devise helvète a entraîné une hausse considérable du pouvoir d'achat des ménages suisses. Il y a dix ans, les dépenses réelles des consommations des ménages avaient progressé de plus de 2% à chaque trimestre en comparaison avec 2014. Cela avait empêché, à la surprise générale, le basculement de l'économie suisse dans la récession.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,2%	2025 : 0,4%
2026 : 0,5%	2026 : 0,7%

L'analyse concluant que le conflit douanier a des effets désinflationnistes pour l'Europe fait largement consensus. La baisse des prix de l'énergie se traduit déjà dans les chiffres d'inflation d'avril, alors que le franc fort amenuise les prix des biens importés. Les efforts des fournisseurs asiatiques pour trouver de nouveaux débouchés tempèrent également la dynamique des prix en Europe à moyen terme.

Royaume-Uni

Ajustements budgétaires

Croissance du PIB

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

Les récents événements de politique intérieure comme extérieure nous ont amené à abaisser notre prévision de croissance du PIB britannique pour 2025 et 2026. Dans son discours de printemps, Rachel Reeves a fait part d'une restriction des dépenses publiques, mais sans augmentation d'impôts. Des coupes nécessaires pour rééquilibrer dépense publique et recettes fiscales. En effet, les charges d'intérêts et la croissance plus faible que prévu ont réduit à néant la marge de manœuvre de 9,9 mia. GBP inscrite au budget d'automne 2024. Les mesures annoncées permettent de retrouver cette latitude, mais elle est très serrée. Autre risque, les prévisions optimistes de croissance de la part de l'Office for Budget Responsibility (OBR) : si le garant des finances publiques a divisé par deux sa prévision pour le PIB en 2025, ses pronostics pour les années suivantes restent bien supérieurs à ceux du consensus. Il y aura probablement une pression à abaisser à nouveau ces projections lors du budget d'automne 2025 en raison du conflit douanier. Bien que les taxes douanières américaines sur les produits britanniques (10%) soient moindres que prévu, la Grande-Bretagne n'est pas mieux lotie après avoir réduit également à 10% les taxes sur les biens provenant de l'UEM. Des hausses d'impôts cet automne ne sont donc pas à exclure.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 2,6%	2025 : 3,1%
2026 : 2,0%	2026 : 2,4%

A 2,6% en mars, l'inflation est inférieure aux attentes, principalement du fait du repli des prix de l'énergie, en forte baisse sur fond de craintes mondiales de récession. L'inflation devrait continuer à reculer cette année, d'une part en raison du repli de la demande mondiale et d'autre part grâce à la baisse des prix de l'énergie. Une situation qui devrait permettre à la Banque d'Angleterre de baisser les taux. Nous attendons quatre réductions en 2025.

Chine

Escalade de la guerre douanière

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 4,1%	2025 : 4,5%
2026 : 3,5%	2026 : 4,2%

Malgré des chiffres plus solides que prévu au 1^{er} trimestre 2025, nous abaissons notre prévision de la croissance chinoise pour 2025 et 2026, respectivement à 4,1% et 3,5% (contre 4,3% et 4,0%). Cette révision à la baisse résulte de l'escalade douanière avec Washington, qui applique une taxe en sus de 145% sur les produits chinois. Certains biens comme les smartphones et les ordinateurs y échappent. Ce niveau exorbitant va progressivement mettre à l'arrêt l'export d'un grand nombre de produits concernés. Eu égard au fait que les exportations chinoises vers les Etats-Unis représentent plus de 2,5% du PIB, notre prévision de croissance reste toutefois solide. Il y a plusieurs raisons à cela. Primo, le gouvernement chinois a annoncé un vaste programme de relance, ciblant directement la hausse de la demande intérieure. Secundo, le fossé douanier entre la Chine et le reste du monde permet une réorientation des exportations et une diversification accrue des partenaires commerciaux. Tertio, nous n'attendons pas d'arrêt complet des flux commerciaux. Les Etats-Unis dépendent fortement des importations chinoises pour un grand nombre de produits, et Pékin reste en parallèle l'un des principaux producteurs mondiaux de ces biens. Ainsi, à court terme, la substitution d'un grand nombre de ces produits d'importation n'est pas une option réalisable.

Inflation

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

L'escalade du conflit douanier sino-américain va renforcer la pression désinflationniste. Les taxes vont entraver la demande externe, alors que la demande intérieure reste faible. Ainsi, le déséquilibre offre/demande va être plus prononcé, ce qui limitera le pouvoir de fixation des prix des entreprises et augmentera davantage la pression désinflationniste.

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.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site 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.

Mai 2025

Taux d'intérêt et obligations

Le « Liberation Day » fait bondir les écarts

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Avr. 2025*	Year-to-date*	Actuel	Avr. 2025*	Year-to-date*
US	4,2%	-4 pb	-41 pb	106 pb	12 pb	26 pb
Zone euro	2,4%	-29 pb	8 pb	112 pb	14 pb	10 pb
UK	4,4%	-23 pb	-13 pb	122 pb	11 pb	26 pb
CH	0,3%	-27 pb	0 pb	82 pb	13 pb	13 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 30 avril. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Avec les droits de douane annoncés le 2 avril lors du « Liberation Day », les écarts HY et IG ont bondi sur fond de hausse du risque de récession. Les données réelles résistent, mais cela pourrait ne pas durer.
- Bien que la Fed se montre patiente, nous prévoyons toujours quatre baisses de taux en 2025, avec une première en juin. Hausse de l'incertitude de politique commerciale et son effet néfaste pour l'économie l'expliquent.

Zone euro

- Creusement des écarts HY et IG en EUR. Repli des rendements à 10 ans en avril, la guerre commerciale pesant sur la prévision de croissance mondiale. Les chiffres européens sont relativement solides et les données réelles indiquent une stabilisation.
- La BCE a réduit son taux directeur de 25 pb en avril ; nous attendons trois autres baisses en 2025.

Royaume-Uni

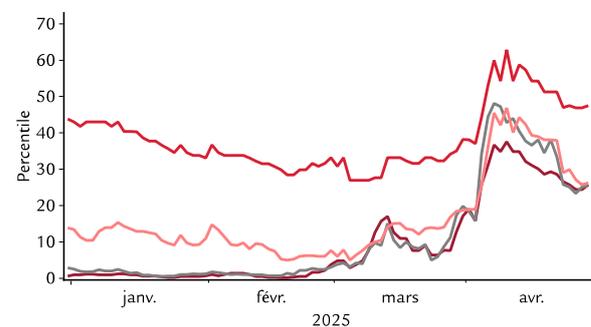
- La baisse des prévisions de croissance a fait se creuser les écarts IG en avril. Idem pour les taux à 10 ans.
- Avec une perspective de croissance plus faible et de hausse du chômage, la BoE devrait réduire son taux directeur à quatre reprises cette année.

Suisse

- Les prévisions de croissance du PIB ont baissé à l'annonce des droits de douane. Conséquence : hausse des écarts IG et baisse des taux à 10 ans.
- La BNS devrait baisser son taux directeur en juin 2025, l'amenant à 0%.

Des écarts volatils en avril

Percentile des écarts de crédit ajustés des options depuis mars 1999



— ICE BofA Euro HY Index — ICE BofA Euro IG Index
— ICE BofA US HY Index — ICE BofA US IG Index

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Dernier point de données : 30.04.2025

Après les annonces de droits de douane « réciproques » du 2 avril, les écarts de crédit se sont creusés, entraînant une hausse des prévisions d'inflation et de probabilité de récession américaines, et une baisse de celles de la croissance du PIB. Les écarts de crédit se sont creusés début avril (en EUR et en USD). En termes de percentiles (données remontant jusqu'au 31/03/1999), ce creusement entraîne une normalisation à la fois sur l'IG et le HY, depuis des niveaux très bas historiquement de moins de 5% à environ 25%. Malgré le resserrement en seconde quinzaine d'avril, nous sommes neutres sur l'IG et le HY en EUR et en USD en mai. En dépit du risque de récession américaine au S2 2025, la récente hausse des écarts tient déjà compte d'un certain affaiblissement fondamental. La récession attendue est courte et superficielle, portée par un apaisement des tensions commerciales (p. ex. suspension de taxes, davantage d'exemptions ou d'accords) et par des baisses de taux de la Fed. Côté duration, les rendements des T-Bonds à 2 et 10 ans devraient baisser. Idem en zone euro pour les rendements à 2 ans ; nous sommes en revanche neutres sur les taux à 10 ans. Concernant la Suisse, nous sommes neutres sur l'ensemble de la courbe des obligations d'Etat.

Actions

Le grand 8 de la politique américaine aux commandes

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Avr. 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	-0,5%	-5,1%
Zone euro	0,2%	7,7%
Royaume-Uni	-0,8%	5,6%
Suisse	-2,7%	5,8%
Marchés émergents	1,3%	4,3%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 30 avril. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Après une forte correction en première quinzaine d'avril (-10%), le marché s'est redressé et finit le mois quasi neutre.
- Les événements politiques imprévisibles, dont les annonces de droits de douane lors du « Liberation Day » l'expliquent pour l'essentiel. De plus, le potentiel limogeage de Jerome Powell a rendu les marchés très nerveux. Donald Trump a rétrogradé en voyant la réaction du marché, et ce dernier s'est redressé.
- Malgré la correction, le marché américain reste cher.

Zone euro

- Les marchés européen et britannique sont les meilleurs élèves cette année, surperformant l'américain d'environ 13% en devise locale.
- Forts afflux vers les actions européennes cette année.
- La valorisation du marché européen reste globalement neutre et bien plus attractive que les actions américaines.

Royaume-Uni

- Défensif, le marché britannique signe la même performance que celui de l'UEM.
- Il profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

- Mauvais mois d'avril pour les actions suisses. Après trois mois moroses, les petites capitalisations ont surperformé les grandes d'environ 3%.
- Ce marché se situe dans la partie supérieure de la plage neutre.

Marchés émergents

- En avril, ils surperforment tous les marchés développés.
- Seconde plus grande pondération de l'indice, l'Inde en particulier a été performante : +10% en mars et +3,6% en avril.

Phases de forte volatilité : et après ?

Le marché a été exceptionnellement volatil dernièrement. L'indice VIX, qui mesure la volatilité (attendue) à court terme du marché américain des actions sur la base des prix des options, a franchi la barre des 50. En temps « normal », le VIX se situe autour de 20. Ces pics ne sont pas inhabituels lors de marchés baissiers et en périodes d'incertitude anormalement élevée comme actuellement ou lors de la crise du covid. En 2020, le VIX a par exemple atteint 80 points. Historiquement, il existe une forte corrélation entre pics de volatilité et performance consécutive des actions.

Pics de volatilité (VIX > 50) et performance de marché

S&P 500 : performance après clôture de l'indice VIX > 50					
	M+1	M+3	M+6	M+12	M+24
% des rendements positifs	55.4	35.1	68.9	98.7	100
Médiane	1.6	-7.3	5.8	26.6	39.4
Max.	22.8	38.3	46.8	71	94.8
Min.	-22.9	-24.9	-21.1	-0.4	9.8

Source : Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Données de 1990 à 2025

Selon les données historiques, les rendements du marché actions sont très positifs après des pointes du VIX à plus 50. Plus la période est longue, meilleure est la performance et plus grande est la part des résultats positifs. Sur un horizon d'un an, près de 100% des rendements sont dans le vert, et le pire résultat est très proche de 0%. Comment expliquer cette évolution positive ? Il y a deux principales raisons. Les pics de volatilité interviennent souvent lors de marchés baissiers ou de fortes corrections. Des phases généralement brèves, de quelques jours à plusieurs mois. Après ces épisodes, les valorisations sont souvent plus intéressantes, les taux directeurs ont diminué et la perspective économique s'améliore. A court terme, les marchés tendent à réagir de façon excessive aux mauvaises nouvelles. L'incertitude s'estompant, les marchés réévaluent les risques et se reprennent.

Que se passera-t-il cette fois ? Il y a de bonnes chances que sur les 12 prochains mois, les marchés actions confirment ce schéma. Les raisons ? 1. Les négociations pourraient donner de bons résultats. 2. Les taux directeurs vont baisser. 3. La relance budgétaire en Europe et les baisses d'impôts aux Etats-Unis portent les marchés. Mais deux grands risques pèsent : 1. Nous sommes trop optimistes quant aux négociations commerciales. 2. Même après la correction, la valorisation du marché américain reste élevée.

Devises

L'USD continue de glisser

Aperçu des principales devises

	Avr. 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	4,7%	9,4%	→
EUR/CHF	-2,1%	-0,4%	↘
GBP/USD	3,2%	6,5%	→
USD/JPY	-4,6%	-9,0%	→

* Variation au 30 avril. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Nouveau repli de l'USD en avril, qui cède du terrain à toutes les grandes devises. L'ampleur des droits de douane annoncés le 2 avril était sous-estimée et la confiance dans les actifs américains a souffert.
- Le sentiment envers l'USD est morose, et le positionnement court en USD et long en EUR est à un niveau élevé. Considérant le risque d'inversion, nous préférons rester neutres sur la paire EUR/USD.

Zone euro

- Surperformance de l'EUR en avril, le marché le considérant comme une valeur refuge et liquide après les annonces du 2 avril.
- D'une perspective de politique monétaire, aucune impulsion pour le marché des changes n'est à prévoir. Nos prévisions concernant la politique de la BCE et de la Fed sont en ligne avec le marché.

Royaume-Uni

- Nouvelle forte appréciation de la GBP face à l'USD en avril, passant même brièvement 1,34. Mais la GBP a cédé un peu de terrain à l'EUR.
- Notre position est neutre pour les paires GBP/USD et EUR/GBP pour le mois de mai.

Suisse

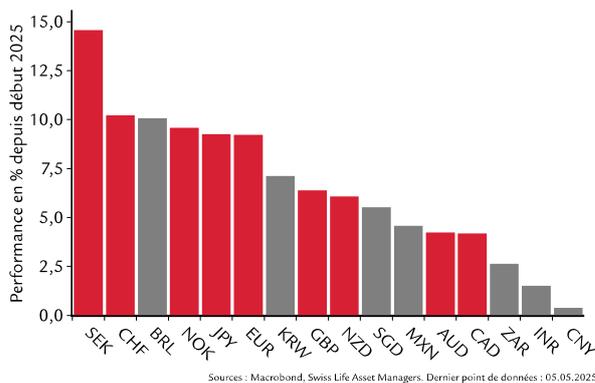
- Conformément à nos attentes, le repli du CHF face à l'EUR en mars s'est inversé en avril. La paire EUR/CHF est repassée sous 0,93 mi-avril.
- La forte incertitude de politique commerciale devrait porter le caractère de valeur refuge du CHF. La paire EUR/CHF devrait baisser en mai.

Japon

- Après avoir raté le coche du faible USD en mars, le JPY lui a pris 4,8% en avril, soit la seconde meilleure performance.
- Nous sommes neutres sur la paire USD/JPY pour mai.

Billet vert et crise de confiance

Performance en cumul annuel face à l'USD : sélection de devises de marchés développés (en rouge) et marchés émergents (en gris)



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 05.05.2025

Aucun répit pour l'USD en avril. Les annonces de politique commerciale américaine et les commentaires du président quant à l'indépendance de la Fed ont intensifié la crise de confiance dans les actifs américains. Résultat : vente massive de l'USD. La perspective de fond demeure difficile pour l'USD et la probabilité de récession américaine augmente. Les données de l'économie américaine venant d'être publiées restent solides ; elle entre dans cette phase difficile avec un élan positif. Mais, contrastant avec la perte de confiance, les effets négatifs de la guerre commerciale seront sûrement visibles en différé dans les données réelles. Ils pèseront sur l'activité économique au second semestre. Nos économistes ont abaissé la prévision de croissance du PIB américain en 2025 de 1,8% à 1,4%. Ils ont également légèrement revu à la baisse les prévisions de croissance pour l'UEM. En plus du repli de la demande mondiale, le haut niveau d'incertitude devrait peser lourd sur l'investissement des entreprises et la consommation des ménages en zone euro. Néanmoins, la hausse ininterrompue de la paire EUR/USD en avril traduit autant la vigueur relative de l'EUR que la défiance vis-à-vis de l'USD. Les différentiels de taux réels sur cinq ans continuent de progresser en faveur de l'EUR, expliquant l'essentiel de son appréciation. En parallèle, la paire EUR/USD s'est déconnectée du différentiel de taux d'intérêt nominal à deux ans. La position marquée des investisseurs (« short » en USD et « long » en EUR) prouve que le billet vert n'est pas en odeur de sainteté. A la clé, un risque latent de baisse de la paire EUR/USD en cas de débouclage soudain de ces positions. Globalement, nous préférons rester neutres sur la paire EUR/USD en mai.

Allocation d'actifs

Un mois confus

Synthèse

- Les taxes américaines punitives annoncées le 2 avril ont généré une forte correction des marchés mondiaux, toutes classes d'actifs et régions confondues.
- Elles ont renforcé les doutes quant aux T-Bonds et à l'USD comme valeurs refuges, avec dépréciation et hausse de la volatilité des rendements à la clé.
- Les marchés ont comblé leurs pertes après l'annonce d'exceptions et d'une pause de 90 jours.

Allocation d'actifs : avis actuels

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

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

- Nous avons ramené à neutre notre exposition aux actions, tout en gardant la surpondération des emprunts d'Etat et la sous-pondération des crédits.
- L'incertitude reflue, mais la situation reste floue et les risques substantiels. Les marchés actions restent volatils, sans intégrer pleinement les risques pour la croissance et les bénéfices. Nous avons donc ramené notre exposition à neutre.
- Les rendements souverains n'ont pas tout à fait réagi comme prévu dans l'agitation du marché. Les niveaux (E.-U. et Europe) restent élevés vu le contexte actuel. Les rendements devraient baisser à mesure que les données économiques moroses affluent.
- L'assouplissement après le pic initial place les écarts inférieurs à la moyenne à long terme et aux niveaux attendus considérant les risques macroéconomiques.

Forte volatilité des marchés malgré la désescalade

L'annonce des droits de douane par Donald Trump le 2 avril a choqué les marchés financiers par leur ampleur et la méthode de calcul. Les mesures de l'administration américaine qui ont suivi ont révélé l'infaisabilité du plan et le risque de dégâts majeurs pour les économies mondiale et américaine. Depuis, les marchés se sont repris à la suite des ajustements, concessions, pauses et « négociations » en cours. Mais l'incertitude reste élevée, créant de la volatilité. Réorganiser les chaînes logistiques mondiales d'ici fin juin relève de l'utopie, ouvrant la porte à d'autres concessions et à une concentration sur les questions intérieures. Cette incertitude va différer les décisions d'investissement et réduire la consommation privée, pénalisant la croissance mondiale comme américaine.

Les marchés actions ont retrouvé les niveaux du 2 avril, mais n'intègrent pas pleinement les effets macro à long terme de la politique américaine. Ils devraient donc rester nerveux. Nous restons globalement neutres sur les actions, privilégiant la tactique et surpondérer les marchés qui pourraient profiter d'une modération de la politique commerciale américaine.

La forte dépréciation de l'USD et le comportement des bons du Trésor en avril sont le signe que leur statut de valeur refuge est remis en question. Les investisseurs diversifient, mettant la pression sur les cours de change et les rendements obligataires. Le plein impact sur les rendements américains ne sera pas immédiat en raison du manque d'alternatives efficaces. Les niveaux élevés actuels se heurtent au ralentissement économique attendu aux Etats-Unis et dans la plupart des pays. Ainsi, nous surpondérons la dette souveraine pour l'heure.

Après un creusement initial, les écarts ont baissé et restent sous les moyennes historiques. Ces écarts serrés ne sont pas cohérents avec le risque accru de sérieux ralentissement de la croissance. Nous continuons donc de sous-pondérer cette classe d'actifs.

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.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site 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, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.