

Juin 2025

A retenir

Etats-Unis : l'état de la dette s'aggrave, les taxes douanières ne compensant pas les baisses d'impôts prévues

Zone euro : avancer les exportations vers les Etats-Unis est porteur, mais l'effet devrait diminuer

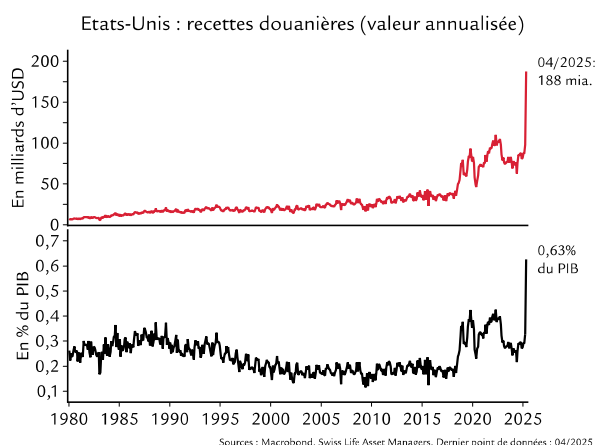
Chine : la pause douanière de 90 jours soulage les exportations, mais rien ne garantit des négociations sereines

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 mai 2025

Graphique du mois



Générer des recettes douanières est l'un des principaux buts de la politique américaine. En avril 2025, extrapolées sur un an, elles s'élèvent à 0,6% du PIB. Selon le Yale Budget Lab, elles pourraient atteindre 0,9% au régime actuel. C'est respectable, mais insuffisant pour résoudre le problème de la dette américaine. En économie, les droits de douane sont des impôts problématiques : ils favorisent des structures inefficaces, entraînent des effets de substitution qui érodent leur base fiscale, et sont régressifs, pesant davantage sur les ménages à faible revenu. *In fine*, cela nuit au potentiel de croissance des États-Unis.

Etats-Unis

Zoom sur la politique budgétaire

Croissance du PIB

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

Malgré le flot d'annonces venues de la Maison Blanche, les entreprises américaines gardent leur sang-froid. Les chiffres du trafic de porte-conteneurs entre la Chine et les Etats-Unis, mis à jour quotidiennement, ne traduisent pas de rupture des relations commerciales. Et ce même en avril, période ô combien délicate avec des droits de douane de 145% sur les biens chinois. Les PMI restent solides, et les demandes d'indemnisation chômage ne montrent pas de ralentissement du marché du travail. Selon nous, le *Liberation Day* (2 avril) a marqué le pic des tensions, et considérant les « esprits animaux » intacts des entreprises, l'économie américaine va certes nettement ralentir au 2^e semestre, mais sans glisser en récession. La politique budgétaire cristallise de plus en plus l'attention. L'actuel projet de budget de la chambre basse prévoit certes de réduire les dépenses. Mais la prolongation et l'extension des baisses d'impôts datant du premier mandat de Donald Trump vont, selon l'institut CRFB, entraîner une stagnation du déficit à environ 7% du PIB. Avec près de 1% du PIB de droits de douane supplémentaires (hors projet de budget, voir graphique du mois), la politique budgétaire devrait même entraver la croissance, surtout en 2025. La chambre haute n'a pas encore livré son verdict à la clôture de la rédaction.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 3,2%	2025 : 3,1%
2026 : 3,5%	2026 : 2,8%

Etonnamment rapide et étendue, la volte-face sur les droits de douane « réciproques » frappant les produits chinois a fait reculer la prévision d'inflation par rapport à avril. L'inflation d'avril n'indique toujours pas de forte influence de ces taxes, mais cela va changer ces prochains mois. Le mois dernier, l'effet baissier des droits de douane (baisse de la demande privée) a été visible sur les services. Cela confirme notre hypothèse d'un regain d'inflation seulement temporaire engendré par ces taxes.

Zone euro

Une économie tirée par l'export

Croissance du PIB

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

Au 1^{er} trimestre 2025, le PIB européen a progressé plus fortement que prévu. Inscrite à 0,3% en glissement trimestriel, la performance a été portée par la volatilité de l'Irlande (3,2%, valeurs en glissement trimestriel). Des quatre plus grands pays de l'UEM, l'Espagne continue de mener le peloton (0,6%), suivie de l'Allemagne (0,4%), l'Italie (0,3%) et de la France (0,1%). Cette performance meilleure que prévu s'explique pour partie par des exportations anticipées vers les Etats-Unis avant que ne tombe le couperet douanier. Au 1^{er} trimestre, elles ont augmenté de 27%. Une grande part de cette hausse revient à l'Irlande, car de nombreuses entreprises américaines, pharmaceutiques notamment, y ont leur siège. Les exportations de biens irlandais vers les Etats-Unis ont bondi de 144% sur la période, expliquant aussi la croissance très forte du PIB irlandais sur ce trimestre. Ailleurs, les exportations sont bien moins flamboyantes, notamment en France et en Espagne, moins exposées aux Etats-Unis. Malgré la solide performance de l'UEM au 1^{er} trimestre, nous prévoyons un ralentissement en cours d'année, car le balancier des exportations anticipées devrait s'inverser. Toutefois, les politiques budgétaire et monétaire ainsi que le solide marché du travail restent porteurs.

Inflation

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

L'inflation globale stagne à 2,2% en avril, la sous-jacente augmente légèrement, à 2,7%. Plus forte que prévu, cette hausse résulte de l'augmentation des prix de services, qu'un week-end de Pâques tardif, fin avril, pourrait expliquer. En Allemagne, les prix des voyages organisés ont ainsi nettement augmenté. Pour le reste de 2025, nous attendons tout de même un nouveau repli de l'inflation.

Allemagne

De la confiance malgré les risques

Croissance du PIB

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

L'économie allemande a surpris au 1^{er} trimestre, en gagnant 0,4% en glissement trimestriel. Une part de cette hausse s'explique par les exportations anticipées vers les Etats-Unis. Des effets d'anticipation similaires devraient aussi être à l'œuvre au 2^e trimestre, avant d'être partiellement compensés au 2^e semestre. En parallèle, consommation privée et investissements des entreprises augmentent légèrement, témoin d'une stabilisation conjoncturelle naissante. L'incertitude persistante quant à la politique commerciale américaine reste toutefois élevée et devrait continuer de peser sur l'investissement et l'export. L'indice ifo du climat des affaires traduit toutefois une évolution globalement positive jusque-là. Certes, le contexte reste sensiblement perturbé, mais tant la situation actuelle que les prévisions depuis le début d'année donnent des signes d'amélioration ténus mais constants. Et ce dans l'industrie manufacturière comme dans la construction. Le tertiaire reste en territoire positif, mais commence à trahir un ralentissement, en raison de la faible demande interne comme étrangère. Dans l'ensemble, les données disponibles indiquent un rebond modéré pour le reste de l'année.

Inflation

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

Les dernières données confirment la tendance de repli de l'inflation. La hausse en avril était sûrement temporaire et principalement due à des effets saisonniers. Cela change peu de choses aux perspectives à moyen et long terme. Le repli de la demande mondiale et des prix de l'énergie, ainsi que l'euro plus fort continuent d'alléger les prix à l'importation et de réduire la pression des coûts sur les entreprises et les ménages. La politique douanière américaine livre aussi un effet désinflationniste, car elle atténue la demande en exportations européennes.

France

La construction se réveille

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,7%	2025 : 0,6%
2026 : 1,2%	2026 : 0,9%

En France également, la conjoncture traduit une volatilité accrue actuellement. Le recul du moral des ménages en mai, que nous imputons à l'incertitude politico-économique, est frappant. Malgré un climat morose, nous prévoyons toujours un réveil de la demande intérieure lors des prochains trimestres. Actuellement, les salaires réels progressent de plus de 1%. Les nouvelles baisses de taux de la BCE ces prochains mois continueront de faire baisser le coût d'opportunité de la consommation. Deux composantes qui devraient dynamiser la demande des ménages. Plus largement, l'assouplissement de la politique monétaire se traduit dans l'économie réelle. Ainsi, le nombre de permis de construire pour des logements, ajusté des facteurs saisonniers, a retrouvé en avril un sommet inédit depuis août 2022. Les services du secteur de la construction vont ainsi porter la croissance ces prochains trimestres. Peu à peu, l'élection présidentielle de 2027 approche. D'ici là, l'exécutif aura-t-il suffisamment de marge pour s'attaquer à la consolidation budgétaire et mettre en œuvre la réforme des retraites ? La prime de risque de la dette souveraine française par rapport à l'allemande continue de reculer légèrement.

Inflation

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

Inscrit à 0,7% en mai, le taux d'inflation tricolore est au plus bas depuis plus de quatre ans. L'appréciation de l'euro explique le repli accéléré de la pression inflationniste. Les prévisions d'inflation des ménages et investisseurs restent aussi bien ancrées : sur trois ans, une enquête de la BCE montre que les consommateurs tablent sur un taux d'inflation moyen de 2%. Le taux d'inflation implicite anticipé des emprunts indexés sur l'inflation de l'Etat français à échéance de 10 ans est actuellement de 1,9%.

Italie

Retour à l'excédent primaire

Considérant l'incertitude de la politique commerciale, le moral des entreprises italiennes était contrasté en avril. Certes, les PMI indiquent une solide activité économique, mais les enquêtes de l'institut statistique national Istat font état d'un large assombrissement du moral. Le repli a été très marqué chez les prestataires, alors que construction et commerce de gros et de détail ont le sourire. Le secondaire a anticipé ses exportations en prévision des menaces douanières : en avril, celles vers les Etats-Unis ont bondi de 41% par rapport à l'an dernier. Dans l'enquête d'Istat, les composantes prospectives des entreprises industrielles restent sombres. Avril a vu de bonnes nouvelles côté endettement. Dans sa communication à la Commission européenne, Istat rapporte une première depuis la pandémie : en 2024, les finances publiques affichent un excédent primaire (excédent budgétaire avant paiement des intérêts). La différence de taux entre les emprunts d'Etat italiens et allemands se réduit encore pour s'inscrire à seulement 1% (échéance à 10 ans) à la clôture de la rédaction.

Espagne

Plus faible, mais toujours solide

Au 1^{er} trimestre 2025, la croissance économique espagnole a légèrement ralenti. Mais à +0,6% par rapport au trimestre précédent, elle reste solide en comparaison européenne. La croissance de la consommation privée est la principale cause de ce ralentissement, car elle a été quasiment divisée par deux par rapport au T4 2024. D'autre part, la croissance des exportations a accéléré. Contrairement aux autres pays européens, cela n'est pas dû à une anticipation, car la part des exportations espagnoles vers les Etats-Unis est faible. Les chiffres de l'export entre Madrid et Washington au 1^{er} trimestre 2025 affichent même un léger repli. Le début du 2^e trimestre a été contrasté. En avril, le moral des entreprises industrielles faiblit encore, alors que le PMI de l'ensemble de la zone euro a légèrement rebondi. Le PMI du tertiaire reste solide, et devrait demeurer un relais de croissance majeur pour l'économie espagnole.

Suisse

Des marques de déflation

Croissance du PIB

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

Les données conjoncturelles doivent être étudiées avec soin. La croissance du PIB au 1^{er} trimestre 2025 est gonflée par des effets d'anticipation en prévision de droits de douane à l'importation de biens aux Etats-Unis. Les chiffres de production et d'exportation du secteur pharmaceutique sont très parlants. Rien qu'en mars, la production de ce dernier s'est envolée de 60% par rapport au mois précédent. Les chiffres du commerce extérieur en avril indiquent désormais une nouvelle chute marquée des exportations vers l'Amérique. Le flou règne toujours quant à la façon dont ce secteur exportateur majeur sera frappé par la politique commerciale de la Maison Blanche. Les stimulants pour la conjoncture intérieure restent d'autant plus importants. La politique monétaire expansionniste de la BNS a entraîné une forte hausse des permis de construire. En termes nominaux, le volume de construction résidentiel autorisé progresse de plus d'un tiers par rapport à 2023. Comme en 2015, l'appréciation du franc vient doper le pouvoir d'achat des ménages. L'enquête du SECO sur le moral de ces derniers conclut que les consommateurs restent très soucieux de l'état de l'économie mondiale, mais continuent d'estimer que leur propre situation financière reste avantageuse.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,1%	2025 : 0,3%
2026 : 0,5%	2026 : 0,6%

En se basant sur le taux de variation annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation, nous sommes à l'orée d'une brève phase de légère déflation. Principale raison : l'association de l'appréciation du franc suisse et du recul des prix à l'importation et des énergies fossiles. Lors des dix années précédant la pandémie, la Suisse a traversé quatre phases de déflation. Tel un écho à cette période que l'on croyait révolue, la BNS pourrait faire passer son taux directeur en territoire négatif cette année.

Royaume-Uni

Un momentum surfait

Croissance du PIB

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

La croissance de l'économie britannique au 1^{er} trimestre a été plus forte que prévu. Inscrite à un solide 0,7% par rapport au précédent trimestre, elle a été surtout portée par les investissements des entreprises. Le commerce extérieur a également été favorable. Cela peut traduire une certaine anticipation des exportations vers les Etats-Unis, avant l'entrée en vigueur des droits de douane début avril. Le repli de la consommation publique est lui étonnant, car le budget d'automne prévoyait des dépenses anticipées intervenant au 1^{er} semestre 2025. Il est possible que les turbulences sur les marchés financiers et le discours subséquent de la Chancelière de l'Echiquier au printemps aient décalé une part des dépenses à un moment ultérieur cette année. La consommation privée est aussi en deçà des attentes, même si elle reste favorable. Dans l'ensemble, la croissance du PIB au 1^{er} trimestre surestime probablement la force actuelle de l'économie britannique, car différents effets uniques biaisent le tableau. Certains relais de croissance, notamment le commerce extérieur, devraient s'inverser au 2^e trimestre, créant une trajectoire de croissance plus faible que prévu auparavant sur la période. La dépense publique devrait toutefois demeurer favorable à la conjoncture pour le reste de 2025. Le marché britannique de l'emploi est lui aussi toujours solide.

Inflation

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

L'inflation a nettement augmenté en avril, mais la situation est moins grave qu'il n'y paraît. La forte hausse des droits d'accise sur les véhicules et la volatilité des prix des voyages organisés déforment le tableau global. L'inflation sous-jacente britannique reste notoirement élevée, supérieure à celle du reste de l'Europe. Les prix tenaces des services l'expliquent, alors que l'inflation des biens (hors énergie) est moindre qu'en Europe continentale.

Chine

Une désescalade durable ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 4,5%	2025 : 4,3%
2026 : 3,9%	2026 : 4,0%

Après l'escalade du conflit douanier entre Pékin et Washington et les droits américains de 145% sur les biens chinois, un embargo *de facto*, les deux nations ont entamé une phase de désescalade. Malgré cette détente, le taux douanier états-unien moyen sur les produits chinois reste d'environ 41%. Il comprend une taxe préexistante, 20% de plus en lien avec la question du fentanyl, ainsi qu'un tarif de base de 10%. La pause actuelle est d'abord limitée à 90 jours et devrait servir à de nouvelles négociations sur la base de l'accord « Phase One » de janvier 2020. Au cœur des discussions figurent à nouveau des thèmes comme la hausse des exportations vers la Chine et la création des conditions d'une concurrence équitable pour les entreprises américaines. Si cet agenda ne change pas, la Chine sera probablement prête à faire quelques concessions. Cela permettrait à la Maison Blanche de signer un succès politique et de mettre la question de côté pour l'instant. Toutefois, l'arrivée sur la table de questions bien plus complexes n'est pas exclue, comme l'abandon par Pékin de son modèle économique marqué par la politique industrielle ou l'appréciation du yuan. Dans ce cas, les obstacles à un accord global seraient bien plus importants, avec à la clé un potentiel de complication majeure des négociations.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,3%	2025 : 0,3%
2026 : 1,3%	2026 : 0,9%

Malgré les efforts de l'exécutif chinois pour stimuler la consommation privée, les tendances désinflationnistes demeurent. En comparaison annuelle, l'inflation globale en avril est légèrement négative. Le conflit commercial persistant pèse en outre sur la demande étrangère et devrait limiter un peu plus le pouvoir de fixation des prix des entreprises.

Economic Research



Marc Brüttsch
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.

Juin 2025

Taux d'intérêt et obligations

Déficit budgétaire inquiétant et actualité douanière

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Mai 2025*	Year-to-date*	Actuel	Mai 2025*	Year-to-date*
US	4,5%	32 pb	-9 pb	88 pb	-18 pb	8 pb
Zone euro	2,6%	11 pb	19 pb	101 pb	-11 pb	-1 pb
UK	4,7%	29 pb	16 pb	111 pb	-11 pb	15 pb
CH	0,3%	-1 pb	-1 pb	77 pb	-4 pb	8 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 28 mai. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Ecart de crédit et rendements des T-Bonds volatils suite aux annonces des droits de douane et à l'inquiétude due au déficit budgétaire. Les rendements à 2 et 10 ans ont donc augmenté en mai.
- Comme prévu, la Fed a laissé son taux directeur inchangé. Nous attendons toujours quatre baisses en 2025, les droits de douane élevés commençant à ralentir l'économie au S2 2025.

Zone euro

- Resserrement des écarts HY et IG en EUR ; les rendements des obligations d'Etat augmentent moins que les américains.
- La désinflation se maintenant, la BCE devrait baisser ses taux à trois autres reprises cette année, dont la prochaine en juin.

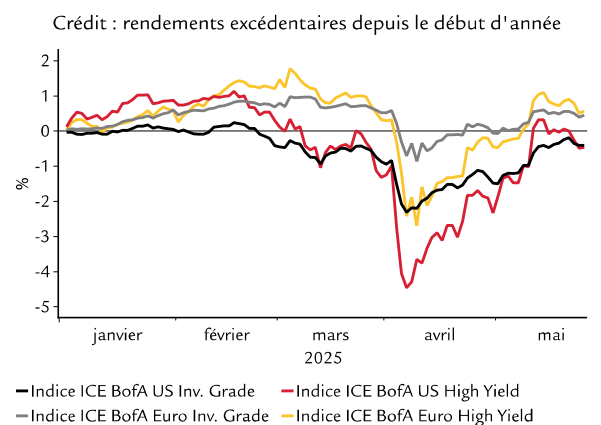
Royaume-Uni

- Resserrement des écarts de crédit IG après le creusement d'avril. Hausse des rendements des obligations d'Etat sur l'ensemble de la courbe.
- Le 8 mai, la Banque d'Angleterre a réduit son taux directeur à 4,25%, et trois autres baisses devraient suivre en 2025, dont la prochaine en août.

Suisse

- Les écarts IG se sont resserrés. Raidissement de la courbe en raison d'un repli plus marqué à son extrémité courte.
- Pour affaiblir le CHF et freiner la désinflation, la BNS devrait baisser son taux directeur à -0,5% (-50 pb en juin et -25 pb en septembre).

Nouveau rebond du rendement excédentaire



Le rendement excédentaire désigne le surplus de rendement du crédit sur la dette souveraine. Depuis janvier 2025, celui du crédit IG et HY a encore grimpé vis-à-vis des obligations gouvernementales. Cela est dû au net resserrement des écarts des classes d'actifs de crédit en mai, supérieur à la hausse des rendements des emprunts souverains. Avec la plus grande sensibilité aux écarts du HY comparé à l'IG, les rendements excédentaires ont été plus élevés sur le premier que sur le second en mai. C'est l'USD HY qui signe la plus forte hausse en mai, porté par un net resserrement sur fond de rétropédalage sur les tarifs douaniers sino-américains. A noter que les rendements excédentaires depuis le début de l'année sont positifs sur le crédit EUR, mais négatifs en USD. Après un resserrement des écarts en mai, le risque d'un creusement à cause des droits de douane américains et l'impact économique négatif en résultant a encore augmenté. Nous prévoyons donc un creusement des écarts HY vu sa sensibilité plus élevée ; nous sommes neutres sur les écarts de crédit IG en EUR et en USD en juin. Concernant la durée, les rendements de la dette souveraine à 2 et 10 ans devraient baisser en juin aux Etats-Unis et en zone euro.

Actions

Vendre en mai et s'en aller ?

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Mai 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	6,0%	0,6%
Zone euro	5,7%	13,8%
Royaume-Uni	2,7%	8,5%
Suisse	1,4%	7,2%
Marchés émergents	4,8%	9,3%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 28 mai. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Un mois de mai très positif pour le marché américain. Volte-face côté taxes douanières sur les importations chinoises et report de droits plus élevés pour l'UE ont joué.
- Parti de très bas en avril, le marché reprend près de 20% – l'un des rebonds les plus rapides et marqués de l'histoire.
- Le marché américain est ainsi redevenu très cher. Seules les petites capitalisations évoluent dans la plage de valorisation normale.

Zone euro

- Les actions de l'UEM font jeu égal avec les américaines en mai. C'est le seul grand marché en hausse de plus de 10% depuis le début d'année.
- La crainte d'une hausse des taxes douanières a causé une très brève correction. Après leur report de juin à juillet, le marché s'est repris et a de nouveau surperformé l'américain.
- La valorisation du marché européen croît et dépasse les moyennes historiques. Le taux de décote par rapport à l'américain reste toutefois significatif.

Royaume-Uni

- En mai, le marché britannique a sous-performé les autres de par son caractère très défensif.
- Il profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

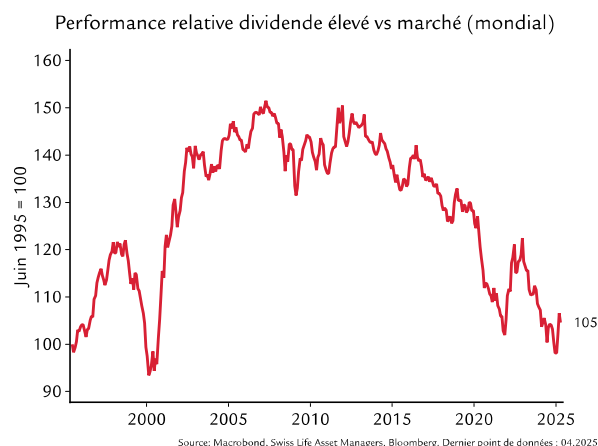
- Nouveau mois de sous-performance pour les actions helvètes, les petites capitalisations surperformant les grandes et les devançant depuis début 2025.
- Le marché est désormais également au-dessus de la plage neutre en termes de valorisation.

Marchés émergents

- En mai, les marchés émergents affichent une performance positive.
- Les valorisations restent justes et bien inférieures à celles des grands marchés.

Investissement à dividende (élevé)

Depuis 30 ans, investir dans les titres à dividende élevé a la cote. Sur le long terme, leur rendement est similaire à celui du marché dans son ensemble. Mais ces 15 dernières années, notamment les deux dernières d'entre elles, l'univers du dividende élevé sous-performe nettement de par sa bien plus faible exposition aux titres informatiques et aux Magnificent 7. Historiquement, les dividendes jouent un rôle crucial dans le rendement des actions. Aux Etats-Unis, près de 50% des rendements totaux depuis 1871 en proviennent. Cette part est en repli ces dernières années, les entreprises rachetant des actions.



L'investissement à dividende élevé affiche cinq caractéristiques principales : 1. Sur le long terme, sa performance est quasi similaire aux grands indices de marché. 2. Les dividendes sont bien plus élevés (les indices MSCI correspondants ont un rendement de 50% supérieur à ceux des grands indices du marché). Ils servent à amortir le risque. 3. Il est moins risqué en termes de volatilité, part de secteurs cycliques et concentration. 4. La valorisation est plus faible : les entreprises ont moins de dette mais une rentabilité similaire. 5. La croissance des bénéfices est inférieure à celle du marché en général. Au fond, le style dividende élevé affiche une performance analogue au marché en plus d'aspects attractifs. A quel prix ? En période fortement haussière, la performance est moindre. Réussir dans l'investissement à dividende élevé passe par des indicateurs de qualité pour évaluer la durabilité de son rendement. Nous pensons que ce type d'investissement est très attractif en ce moment. La valorisation relative est faible, la sous-performance sur 15 ans semble terminée et l'environnement de faibles taux d'intérêt ayant porté le dernier marché haussier n'existe plus.

Devises

L'USD victime d'une crise de confiance

Aperçu des principales devises

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

* Variation au 28 mai. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Après la vente massive d'avril, l'USD a repris du terrain en première quinzaine de mai avant de reculer. Pondérée des échanges, la performance du USD a tutoyé le zéro en mai.
- Le sentiment envers l'USD est morose, et le positionnement court en USD et long en EUR est à un niveau élevé. La crise de confiance devrait durer et entraîner un repli de l'USD en juin.

Zone euro

- Même si les différentiels de taux d'intérêt entre la zone euro et les Etats-Unis se sont creusés au détriment de l'EUR, la paire EUR/USD clôture mai à 1,13, plus ou moins son niveau de début de mois.
- La Fed devrait effectuer deux baisses supplémentaires et la BCE une seule de plus que prévu actuellement par les marchés d'ici fin 2025. C'est aussi pourquoi nous prévoyons un raffermissement de la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- La GBP s'est appréciée face à l'USD et à l'EUR en mai. Chiffres d'inflation plus élevés que prévu et révision à la baisse du nombre de réduction de taux ont peut-être joué.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/GBP mais prévoyons une hausse de la GBP face au dollar en juin.

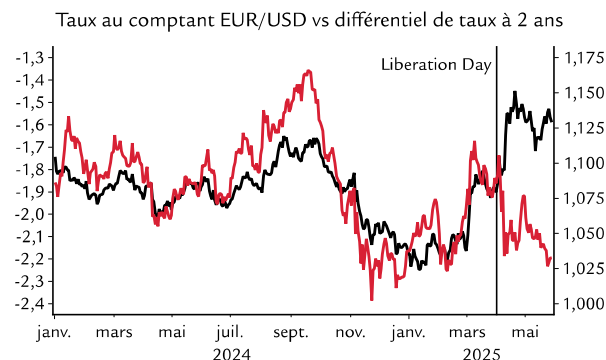
Suisse

- Le CHF est resté quasi inchangé face à l'EUR et à l'USD en mai.
- Nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF malgré les taux négatifs attendus côté BNS en juin.

Japon

- Performance plutôt faible du JPY en mai, en repli de plus de 1% pondéré des échanges.
- Prévoyant un USD plus faible, nous sommes neutres sur la paire USD/JPY en juin.

EUR/USD : la crise de confiance éclipse le carry



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 28/05/2025

Le billet vert reste sous pression. Même si les droits de douane « réciproques » de Donald Trump ont vite été suspendus pour 90 jours, le *Liberation Day* du 2 avril a marqué la rupture de corrélation entre la performance de l'USD et le carry. Ce différentiel de taux d'intérêt était, de loin, le principal moteur de la performance de la paire EUR/USD la plus échangée (voir graphique), mais ce n'est plus le cas. Sur le marché financier, l'USD est l'instrument le plus touché par la crise de confiance causée par l'administration Trump, au gré de sa politique économique chaotique, des attaques contre les institutions et des menaces voilées contre les investisseurs étrangers, en T-Bonds notamment. Si nous pensons que le *Liberation Day* a peut-être marqué le pic du conflit, la confiance ne sera pas restaurée de sitôt. L'attention se tourne vers la politique budgétaire américaine et le *big beautiful bill* au Congrès, créant une potentielle nouvelle source d'inquiétude pour ces investisseurs. L'actuelle proposition de la chambre basse postule un déficit budgétaire inchangé de 7% du PIB ces prochaines années. Il passe à 6% si les recettes douanières sont prises en compte (voir nos *Perspectives Conjoncture* pour des informations détaillées). La trajectoire de la dette reste intenable, surtout si l'incertitude en matière de politique économique, la baisse de l'immigration et les droits de douane économiquement inefficaces commencent à peser sur le potentiel de croissance. La crise de confiance et les affres budgétaires expliquent notre prévision d'un USD faiblissant malgré son avantage de carry.

Allocation d'actifs

Retour à la case départ

Synthèse

- En mai, les marchés des actions ont continué de rebondir après la correction déclenchée par les droits de douane annoncés le 2 avril. Une reprise portée par divers ajustements et reports de taxes ainsi que par des négociations commerciales.
- Cette confiance a également profité aux marchés du crédit, avec resserrement des écarts à la clé. La hausse des rendements de la dette souveraine, américaine surtout, a en revanche pénalisé la performance.
- Les rendements obligataires souverains sont dans l'ensemble négatifs en mai, à l'exception notable des emprunts de la Confédération.

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 ne modifions pas notre allocation d'actifs. Maintenant que les pertes causées par l'annonce du 2 avril ont été reprises, les fondamentaux économiques cristallisent l'attention. Il nous faut toutefois anticiper de potentiels pics de volatilité, la date butoir pour les négociations douanières arrivant en juillet.
- L'amélioration du moral du marché étaye notre allocation neutre en actions, même si les fondamentaux sous-jacents sont plutôt faibles. Pour nous, il y a toujours une marge de reprise pour les marchés, mais les risques augmentent clairement.
- La récente hausse des rendements des T-Bonds, bien que compréhensible, est peu compatible avec notre scénario de référence qui prévoit repli de la croissance et hausse seulement temporaire de l'inflation suite aux taxes douanières. Nous maintenons donc la surpondération de la dette souveraine et sous-pondérons le crédit. Les écarts restent très serrés et ne reflètent pas fidèlement les risques actuels.

Retour à la case départ !

Au Monopoly, cette carte vous renvoie au début du plateau, sans que vous receviez la somme habituellement promise. Un schéma similaire s'est joué sur les marchés financiers. Après les annonces des droits de douane « réciproques » du 2 avril par Donald Trump, marchés mondiaux des actions et du crédit ont plongé, avant de revenir aux niveaux du début d'année. Et ensuite ? Jouons cartes sur table.

Notre scénario économique de référence prévoit un ralentissement économique au S2 2025, sans véritable récession mondiale. L'inflation devrait continuer de ralentir en Europe, alors qu'elle augmentera temporairement aux Etats-Unis en raison des taxes douanières. Les fondamentaux des actions ont peu évolué depuis janvier. Selon les analystes, la croissance des bénéfices des grandes entreprises des marchés développés ces deux prochaines années sera de 7% à 11% par an, un rythme historiquement soutenu. Des projections optimistes qui devront passer l'épreuve du feu, d'autant plus que les valorisations des actions américaines restent élevées et que les européennes sont désormais neutres. Des bénéfices décevants pourraient causer une correction. Mais si les négociations avancent, les marchés actions pourraient rebondir ces prochaines semaines. Nous restons neutres sur les actions globalement.

Les taux d'intérêt restent élevés aux Etats-Unis, et en Europe dans une moindre mesure. La Suisse, toujours considérée comme une valeur refuge, affiche toujours des taux très faibles. Si l'inquiétude autour de la dette souveraine et la perte de confiance dans les actifs américains peuvent justifier des rendements obligataires plus élevés, les niveaux actuels sont incohérents avec une économie en repli. Ils devraient donc baisser.

Historiquement bas fin 2024, les écarts de crédit ont retrouvé ce niveau en mai après un timide creusement en avril. Pour certains analystes, la situation est justifiée car les emprunts d'Etat sont perçus comme de plus en plus risqués. Le risque de défaut du Trésor demeure très faible toutefois. Comme observé après le 2 avril, les turbulences tendent toujours à creuser les écarts et à faire baisser les rendements, quoique de manière moins spectaculaire que lors d'épisodes antérieurs. Nous jugeons donc le crédit coûteux et sous-pondérons la classe d'actifs, alors que nous maintenons la surpondération des emprunts d'Etat.

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