

Perspectives annuelles 2026

A retenir

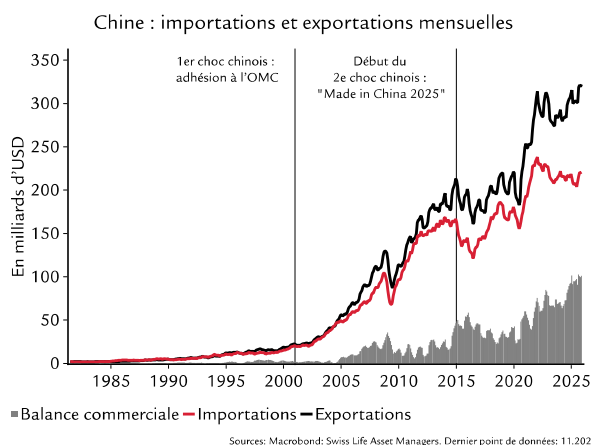
- Suisse : stocks américains élevés et importation inhabituelle d'électricité pèsent sur la balance commerciale p. 2
- Etats-Unis : le boom de l'IA reste le moteur de la croissance, mais son régime baisse p. 3
- Allemagne : entre essor budgétaire et entraves structurelles p. 4
- France : la faible pression inflationniste demeure p. 4
- Royaume-Uni : l'emploi continue de s'assombrir, la politique monétaire plus souple est favorable p. 5
- Chine : l'offensive dans le secteur high-tech déclenche une féroce concurrence p. 5

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2025		Croissance du PIB 2026		Inflation 2025		Inflation 2026	
	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus
Etats-Unis	1.9% ↑	2.0%	1.9% ↑	2.1% ↑	2.8%	2.8%	3.3% ↓	2.8%
Zone euro	1.4% ↑	1.4% ↑	1.0%	1.1%	2.1%	2.1%	1.9% ↓	1.8%
Allemagne	0.3%	0.2%	1.0% ↓	1.1%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%
France	0.9% ↑	0.8%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.3% ↓	1.3% ↓
Italie	0.6% ↑	0.6% ↑	0.6%	0.7%	1.6%	1.7%	1.8%	1.5%
Espagne	2.8% ↑	2.9%	1.9% ↑	2.2% ↑	2.6%	2.6% ↑	1.8%	2.1% ↑
Royaume-Uni	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	3.4% ↑	3.4%	2.5% ↑	2.5%
Suisse	1.2% ↓	1.3%	1.2% ↑	1.2% ↑	0.2%	0.2%	0.5% ↑	0.4% ↓
Chine	4.9%	4.9%	4.4% ↑	4.5%	0.0%	0.0%	0.9%	0.6%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches.
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 8 décembre 2025

Graphique de l'année



Avec « Made in China 2025 », Pékin progresse depuis 2015 dans les secteurs de haute technologie. La Chine devient un concurrent mondial agressif dans l'électronique, la fabrication de machines, les énergies renouvelables et la biotechnologie. Ce second choc chinois devrait accélérer en 2026 et aviver les tensions mondiales. A la différence du premier choc après l'adhésion à l'OMC, où la demande chinoise en importations massives pour les infrastructures et projets immobiliers a porté l'économie mondiale, Pékin vise désormais l'autarcie technologique. Et ce sans forte impulsion de la demande pour d'autres pays, mais avec des exportations en hausse.

Cinq prévisions pour 2026

1. L'inflation hante à nouveau la politique américaine

Aux Etats-Unis, le débat autour du coût de la vie s'intensifie et pourrait, avant les midterms, faire se tendre le conflit commercial. La hausse de l'inflation liée aux *tariffs* est toutefois différée en raison d'effets d'anticipation. Elle est sous-estimée pour 2026. La Fed devrait ignorer cette inflation et continuer de baisser les taux – également sous la pression politique – vers un niveau neutre.

2. Le boom de l'IA couvre les faiblesses cycliques

Au plan cyclique, le tableau est mitigé aux Etats-Unis. Baisse de taux et soutien budgétaire donneront une croissance plus large en 2026, alors que les *tariffs* et la consommation timide freineront. Le boom de l'IA sera un moteur binaire en 2026. Si les entreprises informatiques respectent leurs plans d'investissement, ce boom compensera la faiblesse des autres investissements aux Etats-Unis. Si l'euphorie cesse brutalement, retour de bâton et risques de récession menacent.

3. Le cœur de l'Europe bouge à nouveau le continent

Les plans de relance produisent leur effet : Berlin dit adieu à la croissance nulle et contribue à nouveau, avec Paris, de manière adaptée à la croissance de la zone euro. Les anciennes têtes de pont de la croissance (Irlande et Europe méridionale) voient la dynamique ralentir. Malgré le ralentissement de la hausse des salaires, la croissance est portée par l'économie intérieure. L'inflation tutoie l'objectif de la BCE et la politique monétaire reste inchangée. Si le tableau cyclique est positif, l'Europe recule structurellement.

4. La grande convergence de la dette

Discipline budgétaire en Europe méridionale et détérioration dans le Nord rapprochent les pays de l'UEM en termes de ratios d'endettement et d'écart de taux. En raison des déficits structurels élevés, la situation reste précaire aux Etats-Unis et en France. Les marchés obligataires restent toutefois un moteur de discipline. Dans ce contexte, la Suisse et son exceptionnalisme sont le dernier refuge.

5. La Chine reste un facteur de stress mondial

L'économie intérieure chinoise reste timide, freinée par la faiblesse persistante de l'immobilier et la campagne anti-involution, censée endiguer une concurrence excessive. En parallèle, le secteur high-tech progresse comme nouveau relais de croissance et déclenche une féroce concurrence mondiale. Le boom des exportations du second choc chinois va renforcer les tendances protectionnistes en Europe.

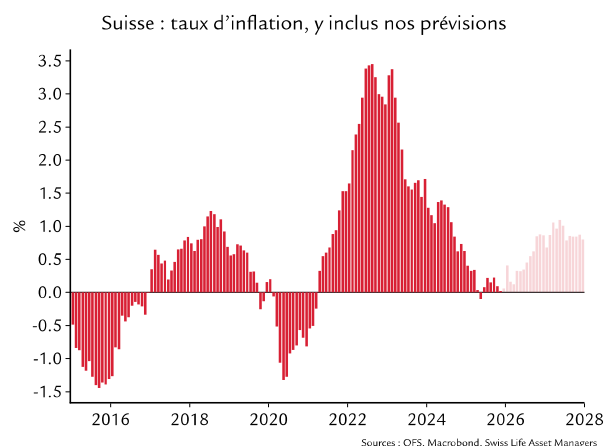
Suisse

L'industrie exportatrice souffle un peu

Outre les effets négatifs attendus des *tariffs*, un effet exceptionnel a pesé fin 2025 sur la balance commerciale. Les travaux de maintenance dans la centrale nucléaire de Gösgen ont fait lourdement chuter la production électrique nationale, principalement compensée par des importations depuis la France. Cette dépendance exceptionnelle durera jusqu'au 1^{er} trimestre 2026 et exige en elle-même un léger abaissement de la prévision de croissance. A l'inverse, l'accord trouvé avec Washington aura un effet positif. Les incitations pour les entreprises exportatrices à délocaliser leur production vont notamment disparaître. Toutefois, les livraisons anticipées par les exportateurs suisses pour éviter les *tariffs* font que les stocks aux Etats-Unis pourront répondre à la demande jusqu'au 2^e trimestre 2026. Même avec un régime douanier moins douloureux, les faiblesses cycliques de l'économie américaine font que la situation ne durera pas indéfiniment. En termes nets, il en résulte un léger relèvement de la prévision de PIB pour 2026. Parmi les thèses discutées ci-contre, les efforts d'exportation de la Chine pèsent également sur les perspectives. La consolidation de la conjoncture intérieure allemande est une évolution positive. La question de la dette place de plus en plus la Suisse en position d'exception, avec des taux durablement bas et une pression haussière constante sur le franc suisse. L'industrie exportatrice restera confrontée à ce défi.

Retour à l'inflation nulle

En 2025, notre prévision d'un retour passager à une inflation nulle en Suisse s'est vérifiée. Nous tablons sur une légère hausse courant 2026, mais au plus tôt sur 2027 pour des valeurs supérieures à 1%.



Etats-Unis

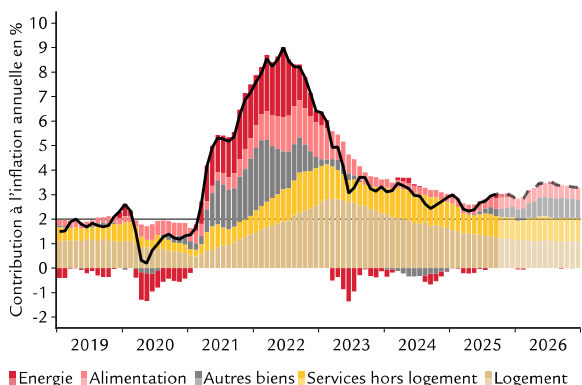
Un boom de l'IA, sans les emplois

En 2025, les poids lourds américains de la tech ont fait grimper les investissements d'environ 50% à 70% – et 15% à 30% de plus sont prévus en 2026. Le boom de l'IA continuera donc de porter largement la croissance américaine, mais moins qu'en 2025. La consommation privée ne devrait croître que modérément, le pouvoir d'achat des ménages étant sous pression. L'inflation est de 3% actuellement, avec une tendance à la hausse, tandis que les offres d'emploi traduisent un nouveau ralentissement de la croissance nominale des salaires (4% aujourd'hui) en 2026. Fin 2025, la croissance de l'emploi était quasi nulle et ne repartira que timidement en 2026. Le taux de chômage pourrait encore grimper, car les nouveaux diplômés ont du mal à trouver un emploi, notamment à cause de l'IA. La légère expansion budgétaire dans le sillage du « One Big Beautiful Bill », les effets de rattrapage début 2026 après le shutdown et les baisses de taux directeurs seront porteurs. L'effet sur le marché immobilier sera toutefois modeste du fait des taux à long terme fermement ancrés. De plus, le choc douanier de 2025 devrait être progressivement digéré et le conflit commercial s'apaiser. Au 2^e semestre, il pourrait alimenter une certaine normalisation de la consommation et des investissements hors du secteur de l'IA.

Nouvelle pression des tarifs sur l'inflation en 2026

Côté prix, les droits de douane ne sont pas encore digérés. Les stocks des commerçants se vident et le taux douanier moyen sur les importations augmente. Nous tablons sur une inflation globale et sous-jacente comprise entre 3% et 3,5% en 2026. La voracité énergétique des centres de données et la hausse induite des prix de l'électricité pour les ménages constituent un autre problème. La Fed va ignorer l'inflation liée aux tarifs également en raison de la pression politique, et pourrait même baisser les taux.

Etats-Unis : contributions à l'inflation globale, y c. nos prévisions



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12/2026

Zone euro

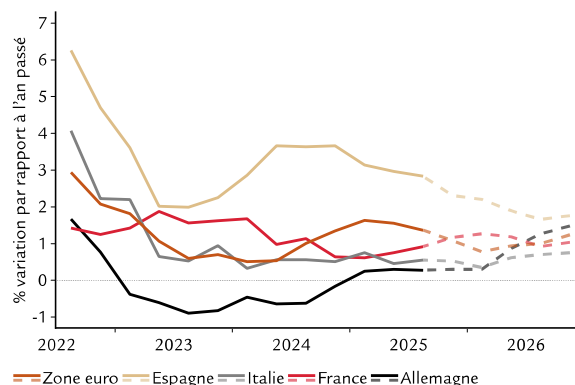
Le cœur de l'Europe se rebiffe

La divergence entre le cœur de l'Europe faible au plan cyclique et une Europe méridionale dynamique devrait se réduire légèrement en 2026. En 2025, la croissance économique de l'UEM était très largement portée par les pays périphériques. La contribution de l'Espagne à la croissance globale était d'environ 20%, contre seulement 6% pour l'Allemagne. Cette répartition devrait évoluer en 2026 et la part relative du couple franco-allemand devrait renouer avec les 50%, contre quelque 20% en 2025. Cet essor devrait surtout être porté par la puissance budgétaire du boom de l'investissement allemand, qui dope la croissance intérieure. Elle devrait aussi être positive pour l'industrie européenne. La fin du programme NextGenerationEU, pilier de la croissance en Europe méridionale ces dernières années, devrait compliquer la situation des pays périphériques. Si l'Europe devrait bien évoluer côté cyclique en 2026, les difficultés structurelles se renforcent. Pêle-mêle, potentiel de libéralisation non exploité dans l'économie intérieure, prix de l'énergie élevés – problématiques pour l'industrie traditionnelle et la course à l'IA, et dépendance à l'export vis-à-vis de Pékin et Washington.

L'inflation reste bien ancrée

Au 2^e semestre 2025, le taux d'inflation en zone euro a tutoyé les 2%, soit la cible de la BCE, et il devrait peu bouger en 2026. Les prévisions d'inflation dans la zone euro restent bien ancrées, à peine en-deçà de 2%. L'outil de suivi des salaires de la BCE témoigne d'une hausse contenue en 2026, ce qui entraînera moins de pression sur les prix, surtout dans le tertiaire. Selon nous, la BCE n'aura donc pas besoin d'agir en 2026.

Zone euro : taux de croissance du PIB, y compris nos prévisions



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : T4 2026

Allemagne

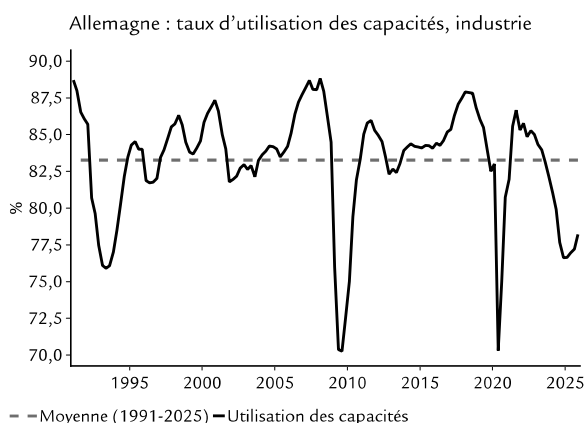
2026 sous le signe des plans budgétaires

En 2026, l'économie allemande restera marquée par des faiblesses structurelles et une forte concurrence sur les marchés d'export. La mutation structurelle de l'industrie se poursuit et les entreprises se tournent de plus en plus sur la création de valeur élevée. Elles continuent toutefois de céder des parts de marché d'export, surtout à la Chine.

Les effets des mesures budgétaires seront visibles en 2026 et accéléreront encore en 2027. Elles auront un impact sensible, mais limité dans le temps, sur la croissance. Les conditions cadres sont favorables : l'exploitation des capacités est nettement inférieure à la moyenne historique (voir graphique) et la demande globale reste faible. Les programmes sont axés sur le long terme et incitent ainsi à augmenter les capacités. Mais des incertitudes persistent : la bureaucratie allemande pourra-t-elle traiter efficacement la nouvelle forte commande publique ? Quelle part de la latitude budgétaire sera affectée à la dépense publique au lieu de l'investissement ? Malgré ces incertitudes, les perspectives cycliques pour 2026 sont positives. Le vieillissement de la population et une faible croissance à long terme pèsent toutefois sur les finances publiques. Il y a un risque qu'à l'avenir, il faille choisir entre prestations sociales et investissements favorables à la croissance, comme les infrastructures et la recherche. Ces perspectives freinent déjà l'investissement privé et il faudra y remédier en 2026 par des réformes favorisant la productivité.

Peu de variation côté inflation

En 2025, l'inflation s'est stabilisée autour de l'objectif des 2%, restant ainsi supérieure au niveau pré-covid. Des facteurs temporaires expliquent la hausse des taux d'inflation au 4^e trimestre 2025. Les tendances à long terme n'indiquent aucun changement. Nous l'attendons donc à 2,0% en 2026, principalement en raison de l'inflation des services et des loyers.



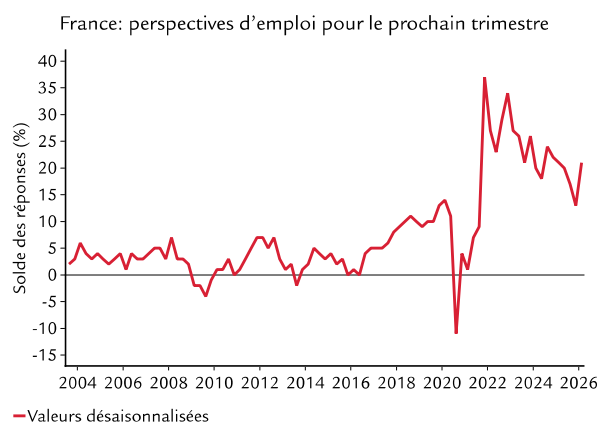
France

L'élan cyclique ne résout pas la question budgétaire

L'économie française a progressé légèrement plus que prévu au 2^e semestre 2025. Une évolution doublée de hausse des recettes fiscales, écartant les pires craintes quant au déficit budgétaire. Dernièrement, le PMI du tertiaire a augmenté pour s'inscrire à 51,4 points, soit la valeur la plus élevée depuis août 2024, où les JO étaient un catalyseur. L'élan cyclique de l'économie intérieure semble suffisamment solide pour éviter un nouvel assombrissement côté emploi. Le baromètre Manpower prévoit une forte hausse pour le 1^{er} trimestre 2026. D'après Indeed, le repli du nombre d'annonces publiées a cessé. Il existe d'importantes différences selon le degré d'exposition des secteurs à l'IA. Malgré de premières lueurs cycliques, la question structurelle du budget n'est pas résolue. Le soutien d'une politique monétaire expansionniste, ainsi que la disposition du politique à resserrer la ceinture font ici défaut. La convergence de la dette attendue en Europe est un scénario défavorable pour l'Hexagone. En cas de maintien des conditions cadres actuelles en matière d'intérêts passifs, de déficit primaire du budget de l'Etat et de croissance nominale du PIB, le taux d'endettement public passera de 116% actuellement à 130% d'ici 2030.

Faible pression inflationniste

Depuis août 2023, les taux d'inflation sont inférieurs aux prévisions du consensus des économistes interrogés par Bloomberg. Pour janvier 2026, nous tablons sur un repli temporaire du renchérissement à tout juste 0,6%. Les prévisions d'inflation à long terme des ménages ainsi que celles sur le marché des emprunts indexés sur l'inflation sont bien ancrées à 2%. Du point de vue de Paris également, on peut arguer du fait que la politique monétaire de la BCE est trop restrictive.



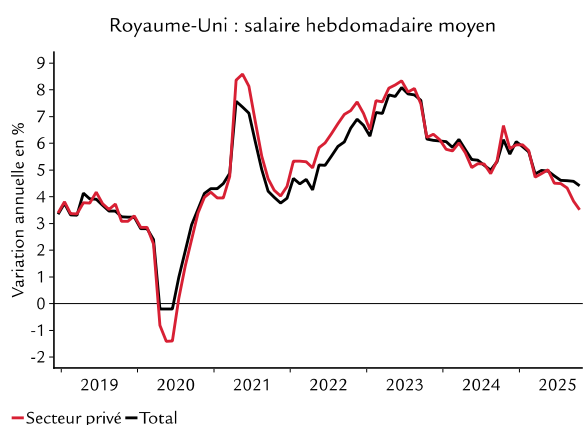
Royaume-Uni

La politique budgétaire toujours scrutée en 2026

Le 29 novembre, la Chancelière de l'Echiquier Rachel Reeves a présenté un budget d'automne attendu avec anxiété. Même si de nombreux détails avaient fuité dans les semaines précédant la publication, la hausse de la latitude budgétaire à près de 22 mia. GBP a largement dépassé les attentes. Des hausses d'impôts d'un total de 26 mia. GBP ont été annoncées pour générer des recettes supplémentaires. Autre surprise, le report du resserrement budgétaire plus marqué vers la fin de la décennie jusqu'en 2030. Côté dépenses, plusieurs mesures de politique sociale ont été décidées, effaçant quasiment le resserrement budgétaire, en tout cas pour les deux prochaines années. Le budget d'automne a donc peu d'effet sur nos prévisions de croissance en 2026. Toutefois, la politique budgétaire devrait être dans l'ensemble moins expansionniste en 2026 qu'en 2025. Le marché du travail devrait également rester scruté. Différents indicateurs font état d'une nette dégradation en 2025. Le nombre de postes vacants a reculé et le taux de chômage a grimpé à 5%. La hausse des salaires réels a déjà nettement ralenti et ne devrait être que légèrement positive en 2026. Inscrite à un niveau élevé de 3,8%, l'inflation devrait nettement baisser, mais rester supérieure à l'objectif de 2% de la Banque d'Angleterre (BoE). Consommation timide des ménages en 2025, et moral à l'avenant. Peu de changement à prévoir en 2026 en raison de la situation assombrie sur le marché du travail.

Une politique monétaire porteuse

En 2025, la BoE a déjà progressivement abaissé son taux directeur. L'évolution actuelle du marché du travail et la pression salariale en repli devrait lui laisser une latitude suffisante pour de nouvelles baisses de taux. Cela devrait à son tour porter la consommation et l'investissement.



Source : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 10/2025

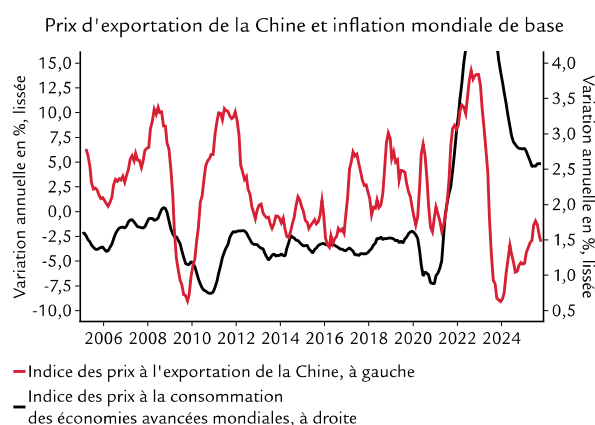
Chine

Facteur de stress mondial

Deux évolutions contraires attendent l'économie chinoise en 2026. Une demande intérieure toujours faible, la faute à deux initiatives de Pékin : correction persistante du marché immobilier et campagne anti-involution contre la concurrence excessive. Ces deux mesures freinent les investissements et empêchent la consommation d'augmenter. En parallèle, le secteur high-tech progresse comme nouveau relais de croissance. Plusieurs facteurs dopent cette dynamique : hausse des investissements IA et de la production locale de puces haute performance, développement massif de l'électricité nucléaire, éolienne et solaire. Pékin dispose aussi d'un immense pool de talents, avec 3,5 millions de diplômés STEM (science, technologie, ingénierie, mathématique) par an, une réglementation souple et des chaînes logistiques intégrées. Ces conditions et une population concevant le changement comme faisant partie de sa vie font que l'intégration de l'IA à l'économie réelle va être très rapide. Aujourd'hui déjà, la Chine installe plus de robots dans les usines que le reste du monde combiné. Nous relevons donc légèrement notre prévision de croissance à 4,4% pour 2026, un taux plus faible que les historiques. A l'échelle mondiale, le second choc chinois implique plusieurs choses. La Chine va non seulement être un concurrent redoutable, mais aussi diminuer ses importations de biens (voir graphique de l'année).

La pression sur les prix reste faible

Le déséquilibre persistant – production élevée et consommation timide – fait moins pression sur les prix. La campagne anti-involution pour contenir l'érosion locale des prix demeure une mesure clé, mais elle n'est mise en place que de manière sectorielle. Les biens chinois, dont la qualité augmente, seront donc exportés à des prix très compétitifs et freineront la pression inflationniste mondiale.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 10/2025

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
in @marc_brüttsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
in @damian_künzi



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



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



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com
in @florence_hartmann

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.

Perspectives annuelles 2026

A retenir

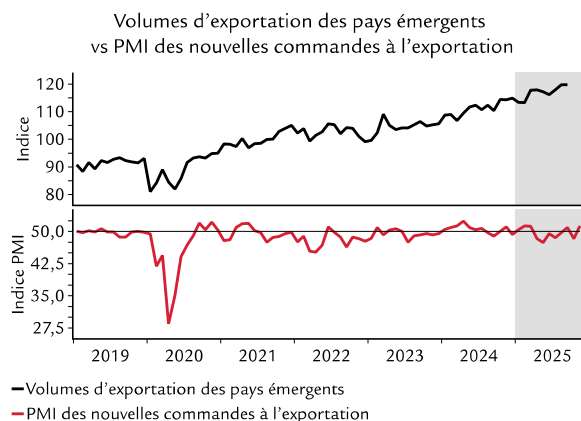
- Des réformes structurelles dans les pays émergents forment la base de solides perspectives économiques.
- Les effets de taux plus bas et d'une meilleure visibilité agissent comme un vent cyclique favorable.
- En Chine, le secteur high-tech devient le moteur de la croissance et aiguise la concurrence.

En un chiffre

60%

Les marchés émergents connaissent une croissance nettement plus rapide que les pays industrialisés et contribuent désormais à plus de 60% de la croissance mondiale du PIB. Cette contribution devrait rester élevée à l'avenir. Sur le plan structurel, démographie, fondamentaux plus solides et réformes économiques, comme l'indépendance des banques centrales, la discipline budgétaire et des balances des paiements courants stables, témoignent d'un environnement économique solide à long terme. De plus, en 2026, des facteurs cycliques favorables entraînant assouplissement monétaire et moindre incertitude commerciale plaident pour une croissance robuste.

En un graphique

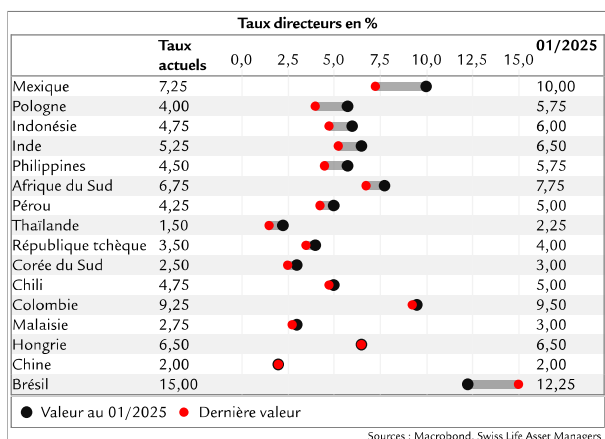


Les niveaux record des droits de douanes en 2025 ont provoqué une immense incertitude. Sur six mois, les enquêtes auprès des entreprises affichent un PMI des nouvelles commandes à l'exportation sous les 50 points, signe d'un repli des attentes en la matière. Les données commerciales effectives ne traduisent toutefois pas encore cet effet, et le volume d'exportations des pays émergents croît. L'effet douanier pourrait être bien plus net pour l'année à venir. Pour autant, nous n'attendons pas d'escalade douanière. Cela améliorera la visibilité et le climat d'investissement.

Les pays émergents gardent le cap

Après une année 2025 très solide, où la dynamique économique n'a cessé de livrer de bonnes surprises, les pays émergents devraient rester résistants en 2026. La politique monétaire est assouplie depuis mi-2023, et la baisse de taux s'est poursuivie en 2025. Les effets différés de cet assouplissement monétaire portent la demande intérieure. En 2026 aussi, les taux devraient baisser à un rythme plus modéré. Cela est permis par la pression inflationniste contenue, conséquence d'une sous-exploitation économique, du flux de biens chinois bon marché et de devises fortes. De plus, les droits de douane record en 2025 ont bien moins pesé sur les exportations que redouté initialement. En 2026, les effets de ces taxes devraient progressivement se faire sentir. Un nouveau relèvement global des barrières commerciales nous semble toutefois improbable, car les Etats-Unis vont de plus en plus ressentir les effets inflationnistes de ces mesures. L'incertitude politique reflue, ce qui devrait améliorer le climat d'investissement. *Côté régional*, l'Asie restera la locomotive, malgré un probable repli de dynamique par rapport à 2025. Les exportations de la Corée du Sud et de Taïwan ont profité de la demande record en IA en 2025. Ce boom va se normaliser, mais l'avancée de l'adoption de l'IA restera un relais de croissance majeur. L'offensive dans le secteur high-tech porte les perspectives chinoises. L'Europe de l'Est pourrait profiter d'un regain cyclique de l'Europe occidentale. Le tableau devrait être plus contrasté en Amérique latine. Le Brésil pâtit d'une politique monétaire restrictive, qui devrait être assouplie en 2026, et d'une incertitude politique pré-électorale. Le Mexique devrait connaître un léger rebond, mais fait face aux renégociations de l'ACEUM et à la baisse des rapatriements de fonds venus des Etats-Unis.

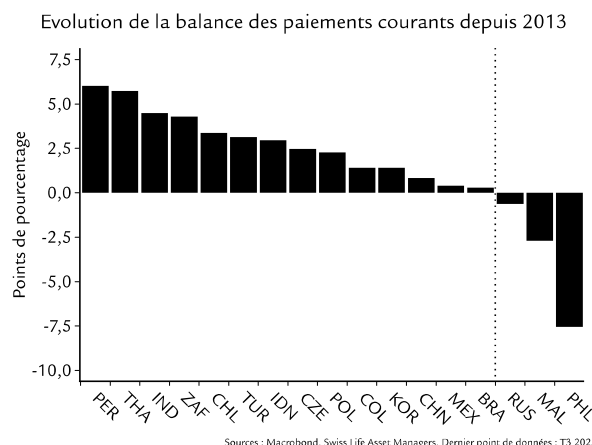
Graphique 1 : Légère baisse attendue des taux directeurs en 2026, y compris au Brésil



Un changement structurel pour plus de stabilité

Outre un environnement structurel cyclique favorable, les décisions de politique économique toujours plus fortes et l'amélioration des fondamentaux font souffler un vent favorable supplémentaire sur les pays émergents. De nombreux pays ont appris de leurs erreurs et s'appuient davantage sur une politique monétaire indépendante et une discipline budgétaire. Lors la phase d'inflation liée à la pandémie, de nombreuses banques centrales des pays émergents ont relevé leurs taux bien plus tôt que la Fed, se détachant ainsi de la politique monétaire américaine. Cela a fait baisser l'inflation et créé une marge de manœuvre pour un assouplissement anticipé. Certes, les dettes de quelques pays majeurs, comme le Brésil, restent élevées. Cela étant, les déficits publics ont diminué après la hausse liée au covid. Globalement, ils sont inférieurs à ceux des pays industrialisés, où la capacité à supporter la dette est de plus en plus scrutée. De plus, l'amélioration sensible des balances des paiements courants ces dix dernières années a réduit la dépendance au financement externe. Tout cela consolide la résistance des pays émergents et jette la base d'une croissance économique robuste. Ce changement structurel se reflète aussi dans la dynamique de notation, qui a atteint un point de bascule. Là où les dégradations dominaient par le passé, la tendance s'est inversée en 2025 : 60% de toutes les actions de notation concernaient des hausses, une première.

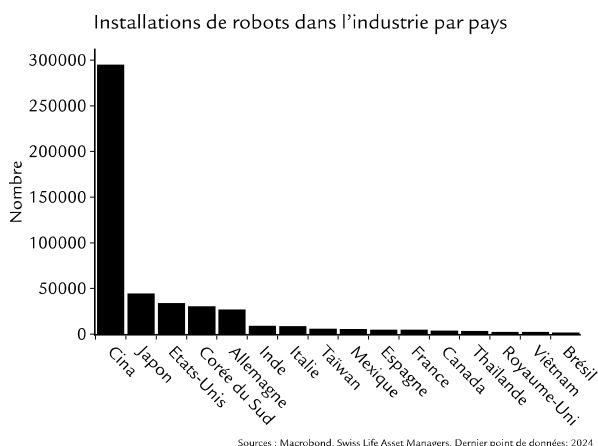
Graphique 2 : Nette amélioration des balances des paiements courants des pays émergents



Le secteur high-tech chinois en pleine ascension

Deux évolutions contraires attendent l'économie chinoise en 2026. La demande intérieure reste faible, la faute à deux initiatives de Pékin : correction persistante du marché immobilier et campagne anti-involution contre la concurrence excessive. Ces deux mesures freinent les investissements et empêchent la consommation d'augmenter. En parallèle, le secteur high-tech progresse comme nouveau relais de croissance. Plusieurs facteurs dopent cette dynamique : hausse des investissements IA et de la production locale de puces haute performance, développement massif de l'électricité nucléaire, éolienne et solaire. S'ajoutent un immense pool de talents, avec 3,5 millions de diplômés STEM par an, une réglementation souple et des chaînes logistiques intégrées. Ces conditions, et une population concevant le changement comme faisant partie de sa vie, font que l'intégration de l'IA à l'économie réelle va être très rapide. Aujourd'hui déjà, la Chine installe plus de robots dans les usines que le reste du monde combiné. Nous relevons donc légèrement notre prévision de croissance à 4,4% pour 2026. Le deuxième choc chinois – la combinaison d'une demande intérieure faible et d'une offensive dans les technologies de pointe – comporte trois implications : Primo, la Chine va devenir un concurrent très puissant. Secundo, la faible demande intérieure et la priorité à l'autosuffisance technologique signifient qu'elle va bien moins importer qu'avant lors des phases de boom d'infrastructure et immobilier. Tertio, le déséquilibre persistant (production élevée et consommation timide) fait moins pression sur les prix. Les produits chinois de meilleure qualité seront exportés à des prix très compétitifs, freinant la pression inflationniste mondiale.

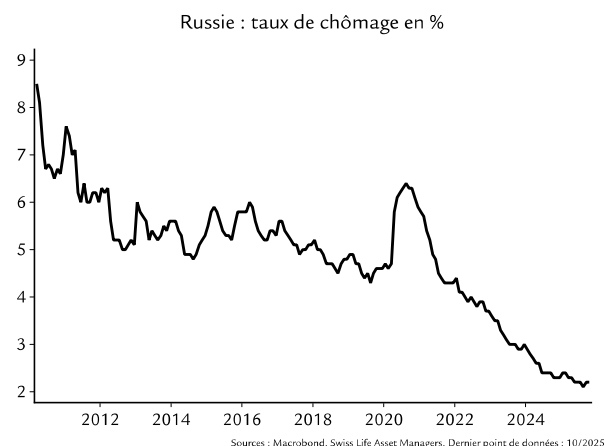
Graphique 3 : La Chine poursuit l'automatisation avec un nombre record de robots dans l'industrie



Stabilité géopolitique précaire

La géopolitique sera elle aussi présente en 2026. Au Proche-Orient, le cessez-le-feu dans la bande de Gaza apporte plus de stabilité et des opérations militaires moins importantes. De plus, le risque d'extension régionale du conflit s'est nettement réduit, car le Hezbollah et l'Iran ont été largement affaiblis. En Ukraine, un cessez-le-feu ne sera possible que si la pression sur Vladimir Poutine augmente et le contraigne à des concessions. Les dernières sanctions américaines contre les grandes pétrolières russes Rosneft et Lukoil accentuent la pression, mais cela sera-t-il suffisant ? Jusqu'ici, l'économie russe indique que le Kremlin peut poursuivre sa guerre. Le Venezuela cristallise de plus en plus l'attention. Un faisceau d'indices toujours plus épais indique que la stratégie américaine est moins axée sur la lutte contre le narcotrafic que sur un changement de régime. Si cette transition se déroule dans le calme et sans effusion, les effets seraient positifs. Non seulement pour la population, en proie au désastre causé par la dictature, mais aussi à l'échelle mondiale. La stabilité du Venezuela pourrait augmenter l'offre de pétrole mondiale, car le pays dispose des plus grandes réserves connues. Enfin, l'année 2026 sera décisive en termes de scrutin dans les pays émergents. On votera notamment en Hongrie, en Colombie, au Pérou et au Brésil, ce qui devrait accroître la volatilité. Pour les analystes politiques, l'Amérique latine devrait pencher à droite du fait de l'insatisfaction croissante quant aux résultats jusqu'ici décevants des gouvernements en place.

Graphique 4 : Le faible taux de chômage russe reflète le passage à l'économie de guerre



Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
in @marc_brüttsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
in @damian_künzi



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



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



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com
in @florence_hartmann

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.

Perspectives annuelles 2026

Taux d'intérêt et obligations

Rendement du crédit attractif malgré les risques

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Déc. 2025*	Year-to-date*	Actuel	Déc. 2025*	Year-to-date*
US	4,1%	10 pb	-46 pb	76 pb	-4 pb	-4 pb
Zone euro	2,8%	16 pb	48 pb	78 pb	-5 pb	-24 pb
UK	4,5%	3 pb	-9 pb	86 pb	0 pb	-10 pb
CH	0,3%	12 pb	0 pb	79 pb	2 pb	10 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 11 décembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Nette baisse des rendements des T-Bonds en 2025, surtout à l'extrémité courte, avec raidissement de la courbe. Léger resserrement des écarts de crédit, avec les tranches high yield (HY) à la peine.
- Comme prévu, la Fed a baissé son taux directeur de 25 pb en décembre 2025. Pour 2026, nous restons sur deux baisses supplémentaires.

Zone euro

- A l'inverse des Etats-Unis, hausse des rendements de la dette souveraine dans l'UEM sur toute la courbe. Elle s'est raidie entre les points à 2 ans et 10 ans. Forte chute des écarts de crédit dans les segments investment grade (IG) et HY.
- En 2026, l'inflation dans l'UEM devrait rester fixée autour de 2,0%. Aucune évolution des taux directeurs de la BCE d'ici fin 2026, selon nous.

Royaume-Uni

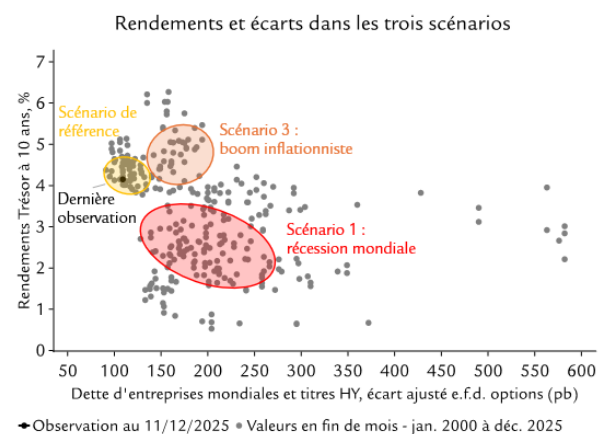
- Recul des rendements souverains à 10 ans et raidissement de la courbe en 2025. Les écarts IG se sont moins resserrés que sur le continent.
- La Banque d'Angleterre devrait réduire ses taux en décembre 2025, puis à deux reprises en 2026.

Suisse

- Hausse des écarts de crédit suisses IG en 2025, tandis que le rendement du titre souverain à 10 ans recule.
- La croissance économique devrait être faible, mais constante en 2026. L'inflation devrait se normaliser quelque peu, mais rester dans la plage basse de la marge de fluctuation de la BNS. Ainsi, cette dernière ne devrait pas toucher aux taux avant fin 2026.

Léger creusement des écarts et rendements ancrés

Depuis deux ans, des écarts de crédit historiquement serrés et des rendements à long terme élevés structurent le marché obligataire. Notre scénario de référence 2026 prévoit un léger creusement des écarts : la hausse de l'émission de dette d'entreprise à la suite d'une augmentation du capex et des activités de fusion-acquisition et d'acquisition par emprunt l'expliquent. Hormis cela, les facteurs techniques et les fondamentaux restent solides, ce qui devrait limiter l'ampleur du creusement. De plus, le crédit devrait continuer de générer de solides rendements totaux, les rendements globaux restant attractifs. Nous sommes neutres sur l'IG et le HY à court terme (1 à 3 mois). Concernant les banques centrales en 2026, nous partageons globalement l'avis du marché, à ceci près que nous voyons une Fed un peu plus restrictive et une Banque d'Angleterre plus souple. En 2026, la fourchette des rendements à long terme devrait rester restreinte. Nous sommes donc neutres sur la dette souveraine à court terme (1 à 3 mois). Notre processus d'investissement intègre aussi les risques pour notre scénario de référence constructif. En récession mondiale (scénario 1), l'IG devrait surperformer le HY, dont les spreads se creusent souvent plus que les taux baissent. Le scénario 3 prévoit un regain de croissance et d'inflation : à la clé, moindre creusement, mais hausse des rendements. Ici, les crédits plus courts, et de meilleure qualité, devraient surperformer ceux plus longs et moins bien notés.



Actions

Nouvelle performance à deux chiffres en 2025

Marchés régionaux des actions	Déc. 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	0,6%	18,1%
Zone euro	0,6%	21,6%
Royaume-Uni	-0,7%	22,2%
Suisse	0,7%	13,8%
Marchés émergents	1,2%	31,3%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.
* Variation au 11 décembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Evolution latérale du marché américain ces dernières semaines en raison de doutes quant au boom de l'IA émergeant.
- La performance YTD en 2025 tutoie 17% en USD, un chiffre très élevé après plus de 20% en 2023 et en 2024. A cause de la forte dépréciation de l'USD, les performances dans les autres devises ne sont qu'à un chiffre.
- Le marché américain est cher, et de nombreux titres IA ont une valorisation élevée.

Zone euro

- Surperformance du marché actions de l'UEM vs l'américain en 2025, avec un gain de plus de 20%. Exprimée en EUR, elle est bien supérieure.
- Les financières ont été déterminantes dans ce joli résultat, les banques de l'UEM gagnant plus de 80% en 2025.
- Le taux de décote par rapport aux Etats-Unis reste très important.

Royaume-Uni

- La performance du marché britannique a imité celle de l'UEM.
- Il affiche la plus faible valorisation parmi les marchés actions des grands pays industrialisés.

Suisse

- Malgré le récent rebond, le marché suisse sous-performe ses homologues en 2025 (en monnaie locale).
- Sa valorisation est plus élevée qu'en Europe ou au Japon, mais moindre qu'aux Etats-Unis.

Marchés émergents

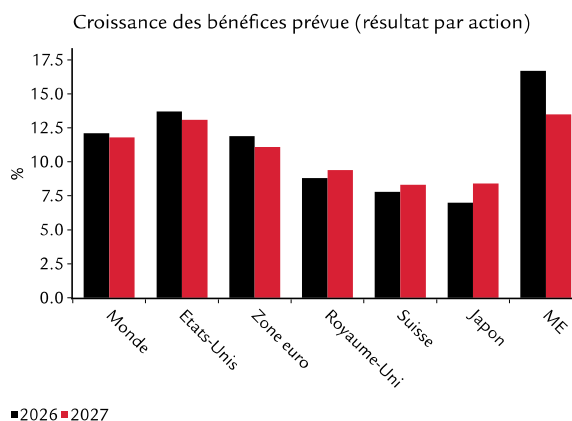
- Retour des marchés émergents en 2025, surperformant les marchés actions mondiaux de 10%.
- L'IA et le retour de la Chine ont été des facteurs clés. Le marché coréen gagne 85%, le colombien prend plus de 100%, et de nombreux autres dépassent les 60%. L'Inde a en revanche peiné.

Encore des rendements attractifs en 2026

2026 devrait être la quatrième année consécutive de rendements solides. Solide soutien monétaire et budgétaire et une croissance résiliente du PIB et des bénéfices expliquent la cible 6% à 12% pour les actions mondiales. Voici les principaux aspects, négatifs et positifs. Côté positif : 1) Soutien budgétaire, avec baisses d'impôts aux Etats-Unis, et relance budgétaire en Allemagne et en Chine. 2) Politique monétaire souple et baisses attendues de taux de nombreuses banques centrales. 3) Une croissance des bénéfices à deux chiffres, comme en 2025, est plausible. 4) Poursuite des progrès de l'IA, avec gains de productivité et marges à la clé. Historiquement, les phases de baisses de taux hors récession donnent des marchés actions très performants, même avec de fortes valorisations de départ.

Côté négatif maintenant : 1) Le boom de l'IA est plutôt long. Risques de financement et circularité des investissements sont des inquiétudes légitimes. 2) Les valorisations sont très élevées, surtout aux Etats-Unis, et pour nombre de titres IA. Toutefois, les valorisations de départ sont un indicateur médiocre pour les rendements du marché court terme (jusqu'à environ trois ans). 3) L'optimisme est très grand, l'effet de levier est largement utilisé et les investisseurs privés sont devenus le groupe le plus important. La forte concentration des grands indices d'actions implique qu'une poignée de titres influencent largement la performance du marché. 4) Les risques géopolitiques restent très vifs.

Dans un scénario favorable où la dynamique de l'IA et le soutien monétaire persistent, une nouvelle année solide pour le marché actions est possible. A l'inverse, une correction dans l'IA pourrait provoquer de larges pertes. Les stratégies de dividende élevé restent intéressantes, avec un flux de revenus constant et une exposition moindre à l'IA.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Devises

Choisissez judicieusement vos batailles

	Déc. 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	1,4%	13,6%	→
EUR/CHF	0,1%	-0,8%	→
GBP/USD	1,5%	7,3%	↗
USD/JPY	-0,6%	-1,3%	↘

* Variation au 11 décembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Les attentes d’une nouvelle année solide pour l’USD en 2025 ont été déçues. Le billet vert a souffert de la crise de confiance.
- La crise de confiance s’est atténuée, tandis que les risques politiques représentent un facteur à double tranchant pour l’USD en 2026 (voir texte principal). Sur le plan fondamental, nous anticipons un léger affaiblissement du dollar, lié à des baisses supplémentaires de la Fed malgré une inflation élevée

Zone euro

- L’EUR/USD s’est apprécié en 2025, principalement en raison de la faiblesse du dollar.
- Pour 2026, nous anticipons un potentiel haussier très limité sur l’EUR/USD.

Royaume-Uni

- Solide année de la GBP face à l’USD, malgré quelques ombres au tableau budgétaire britannique. Le risque d’événement lié au budget d’automne écarté, la focale devrait revenir sur les facteurs de change plus classiques. Le carry absolu reste attractif et la croissance intérieure plutôt résistante.
- Notre avis sur les paires GBP/USD et GBP/EUR est donc positif pour 2026.

Suisse

- L’EUR/CHF est resté globalement stable en 2025. Le statut du franc comme valeur refuge demeure intact, tandis que l’écart de taux avec l’euro devrait rester stable. En effet, la BCE comme la BNS ne devraient pas modifier leurs taux.
- Globalement, nous anticipons une légère baisse de l’EUR/CHF en 2026.

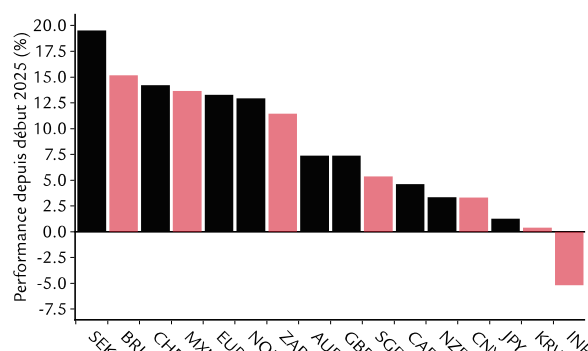
Japon

- Le JPY a affiché la plus faible performance parmi les devises des marchés développés face au dollar en 2025.
- La Banque du Japon devrait pouvoir relever les taux d’intérêt, nous prévoyons donc un certain rebond du JPY.

Marché des changes en 2026 : une audace risquée

Nous avons entamé 2025 en prévoyant une hausse de la vigueur du billet vert. Une attente déçue, car en 2025, la crise de confiance provoquée par les attaques de l’administration américaine sur l’indépendance de la Fed et d’autres institutions fédérales a dominé. Et ce, assorti d’une guerre commerciale plus vaste que les acteurs du marché, nous y compris, ne l’anticipaient. Ces évolutions ont largement affaibli l’USD et fait du billet vert un objet politique. Pour 2026, l’USD devrait reculer légèrement, mais dans une ampleur bien moindre que celle observée en 2025. Plus important encore, les facteurs de repli prévus évoluent, passant de la crise de confiance à des aspects fondamentaux. Le différentiel d’inflation reste élevé, surtout vs l’UEM, ce qui devrait exercer une pression à la baisse sur l’USD. Pour l’heure, nous ne voyons pas de ratio rendement/risque attractif à adopter une position plus audacieuse sur l’USD, le risque d’événements politiques restant élevé. Nous anticipons que la pression politique sur la Réserve fédérale américaine restera élevée. Toutefois, une décision favorable de la Cour suprême dans l’affaire concernant la gouverneure Lisa Cook et la nomination d’un président crédible à la Fed pourraient atténuer ces risques et, dans le meilleur des cas, soutenir l’USD. La fin du financement gouvernemental en janvier 2026 constitue un autre risque politique : une nouvelle fermeture des administrations affaiblirait l’USD, tandis qu’un compromis impliquant une expansion budgétaire supplémentaire pourrait renforcer les anticipations de croissance et potentiellement soutenir l’USD. Nous avons néanmoins choisi deux positions actives ciblées, à savoir sur la GBP et le JPY, reflétant des facteurs domestiques spécifiques et non liés aux États-Unis.

Performance 2025 face à l’USD : sélection de devises de marchés développés (en noire) et marchés émergents (en rouge)



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 11/12/2025

Allocation d'actifs

Bon cru 2025 – excellent en 2026 ?

Synthèse 2025

- Gains solides des actions mondiales en 2025 malgré la volatilité. Conditions macroéconomiques résilientes, croissance des bénéfiques grâce à l'IA et politique monétaire souple ont généré des rendements à deux chiffres sur les marchés développés. Toutefois, les tensions commerciales et risques géopolitiques ont déclenché des corrections intermittentes.
- Pondéré des échanges, l'USD cède 8,6% en 2025, réduisant nettement les rendements des investisseurs en actions non couverts.
- Baisse des rendements des T-Bonds en 2025. Les prévisions de réduction de taux de la Fed et une croissance moins vive a porté les baisses de fin d'année. L'expansion fiscale et la normalisation globale des courbes ont exercé une pression haussière sur les rendements à long terme dans l'UEM.
- Ecart sur la dette d'entreprise historiquement serrés en 2025, signe de solides fondamentaux et de demande soutenue. Les spreads high yield se sont creusés au rythme des tensions douanières, avant de finir 2025 tendus, les prévisions de défaillance étant modestes.

Allocation d'actifs : avis actuels

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

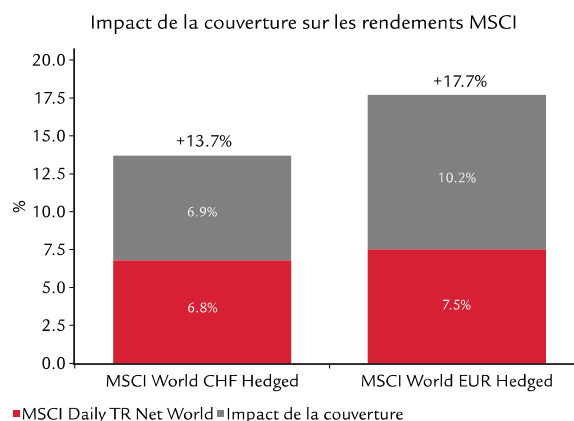
* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- Solide dynamique des bénéfiques et conditions monétaires favorables : nous demeurons surpondérés sur les actions mondiales.
- Côté obligataire, nous sommes prudents sur la dette d'entreprise, car son niveau d'écart est historiquement serré, limitant le potentiel de rendement et la compensation des risques par rapport aux actions.
- Intéressants par ailleurs, les rendements globaux sont réduits à de faibles niveaux pour les investisseurs en CHF, la couverture coûtant. Nous privilégions donc les obligations des marchés émergents, au gain net de rendement supplémentaire.
- Nous sommes neutres sur la dette souveraine et prévoyons des rendements en fourchette restreinte.
- Nous restons surpondérés sur l'immobilier suisse basé sur la valeur nette d'inventaire (VNI), où la forte dynamique devrait perdurer.

Perspectives pour 2026

Le contexte est propice aux actifs risqués, nous tablons sur une croissance mondiale résiliente. La Fed devrait baisser ses taux, le boom de l'IA continue, quoiqu'à un tempo plus lent et les accords commerciaux vont stabiliser les chaînes logistiques mondiales. Les actions restent notre classe d'actifs favorite. Mais, axées sur l'IA et la course à la technologie et à l'infrastructure, elles présentent un risque de concentration élevé. Nous favorisons donc la diversification régionale et sectorielle, en quête d'opportunités au-delà des titans américains. L'Europe et le Japon profitent d'un soutien budgétaire et monétaire. Avec l'émancipation à l'égard du dollar et l'assouplissement prévu par la Fed, les ME ont des valorisations attrayantes. Surveiller les coûts de couverture et les facteurs de changes sera crucial en 2026, surtout pour les investisseurs en CHF. La réduction du carry Suisse – Etats-Unis pourrait réduire ces coûts, portant les allocations mondiales couvertes comme observé en 2025 (voir graphique).

Le crédit joue un rôle subalterne, de composante carry au potentiel limité et à la compensation réduite du risque par rapport aux actions. Erosion des gains classiques de la diversification par les corrélations actions-obligations, plaidant en faveur des placements alternatifs et des actifs réels (immobilier, infrastructure) pour ajouter du rendement sur fond de taux réels en repli. Mais les risques restent importants : une surprise inflationniste pourrait remettre en question les prévisions de baisses de taux. Un resserrement de la liquidité pourrait peser sur les valorisations. Une escalade de la guerre commerciale ou des tensions géopolitiques prolongées pourraient perturber la croissance. L'éclatement d'une bulle de l'IA affecterait gravement les segments à forte intensité technologique et le moral des investisseurs.



Source : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Rendements depuis le début d'année jusqu'au 11 décembre 2025

Swiss Life Asset Managers



Sven Kreitmair
Portfolio Manager Fixed Income
sven.kreitmair@swisslife-am.com
in sven_kreitmair



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
in andreas_homberger



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
in damian_künzi



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com
in florence_hartmann



Stephanie Zwick
Head Multi Asset
stephanie.zwick@swisslife-am.com
in stephanie_zwick

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.