

Juillet 2026

A retenir

- Etats-Unis : marché du travail équilibré et croissance unilatérale d'une part, inflation de l'autre p. 2
- Allemagne : nette dégradation du tertiaire en raison de la guerre en Iran p. 3
- France : sur le front de l'inflation, la détente se dessine déjà p. 3
- Suisse : à contre-courant, nous abaissons nos prévisions d'inflation p. 4
- Royaume-Uni : un début de 2^e trimestre timide et une incertitude politique accrue p. 5
- Chine : l'affaiblissement de la demande de pétrole freine les prix mondiaux du brut p. 5

Prévisions comparées

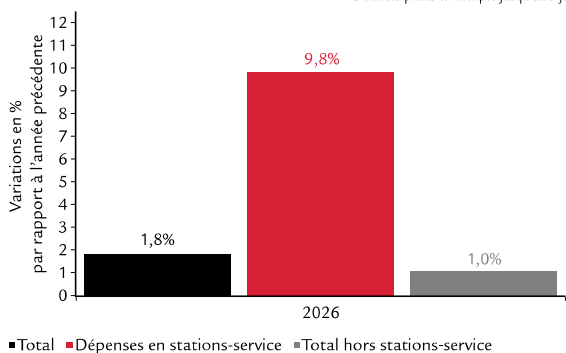
	Croissance du PIB 2026			Croissance du PIB 2027			Inflation 2026			Inflation 2027						
	Swiss Life		Consensus	Swiss Life		Consensus	Swiss Life		Consensus	Swiss Life		Consensus				
Etats-Unis	2,1%	↓	2,1%	2,0%	2,1%	↑	3,3%	↑	3,6%	↑	2,3%	2,5%	↑			
Zone euro	0,9%		0,6%	↓	1,2%	1,2%	2,7%	↑	2,9%		1,7%	↑	2,3%	↑		
Allemagne	0,7%		0,7%		1,3%	1,2%	↓	2,6%	↑	2,8%	↑	1,8%	2,3%	↑		
France	0,8%	↓	0,6%	↓	1,2%	0,9%	↓	1,8%	↑	2,1%	↑	1,4%	1,7%			
Italie	0,8%		0,6%	↑	0,8%	0,7%		2,7%	↑	2,9%	↑	1,6%	↑	2,0%	↑	
Espagne	2,2%		2,2%	↓	1,8%	1,9%		2,8%	↑	3,3%	↑	1,6%	↑	2,3%	↑	
Royaume-Uni	1,0%		0,9%	↑	1,0%	↓	1,0%	↓	3,0%	↑	3,3%		2,0%	↑	2,9%	↑
Suisse	1,1%		1,1%	↑	1,3%	↓	1,3%	↓	0,4%	↓	0,6%		0,8%	0,7%		
Chine	4,7%		4,7%	↑	4,7%	4,5%		1,0%		1,0%		1,1%		1,1%		

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 8 juin 2026

Graphique du mois

Suisse : données de consommation selon les transactions par carte

Données prises en compte jusqu'au 7 juin



Selon Monitoring Consumption Switzerland, les transactions par carte de crédit ont augmenté de 1,8% en termes nominaux en glissement annuel jusqu'au 7 juin. Les dépenses dans les stations-service ont progressé de 9,8%, contre 1,0% pour les autres points de vente. La hausse des prix de l'énergie oblige les ménages à réduire leurs autres dépenses de consommation. Une hausse similaire du prix à la pompe avait été observée en 2022, mais la réticence à dépenser pour d'autres biens et services était moins marquée à l'époque. Les fournisseurs de ces produits devraient aujourd'hui avoir du mal à répercuter la hausse des coûts de l'énergie sur leur clientèle.

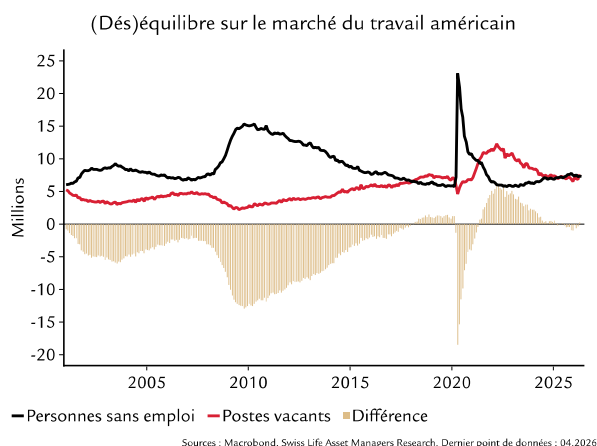
Etats-Unis

L'économie américaine en surchauffe ?

Les indicateurs américains sont actuellement difficiles à interpréter et posent des difficultés à la Fed. Nous avons tendance à nuancer l'opinion souvent exprimée selon laquelle l'économie – au vu des records boursiers et de l'inflation élevée – devrait se porter à merveille. Avec une croissance annuelle d'environ 2%, elle réalise actuellement son potentiel, mais la consommation des ménages et les investissements en dehors du secteur de l'IA restent faibles. La croissance de l'emploi s'est mieux redressée que prévu cette année, mais depuis 20 mois, le nombre de chômeurs et d'offres d'emploi reste globalement équilibré (voir graphique), ce qui limite la progression des salaires. Plutôt que de parler d'un boom, nous considérons que la croissance du PIB reste stable et le marché du travail, équilibré. De ces deux points de vue, la politique monétaire actuelle semble donc bien calibrée.

L'« inflation tronquée » revient sur le devant de la scène

Toutefois, du point de vue de l'inflation, la pression sur la banque centrale se fait de plus en plus sentir, et les marchés financiers anticipent des hausses de taux. Le déflateur de la consommation des ménages (indice PCE) auquel se réfère la Fed a atteint 3,3% dans sa composante sous-jacente (hors énergie et denrées alimentaires), notamment soutenu par l'explosion du coût des puces mémoire, fortement pondérées dans le PCE. Cela attire l'attention sur l'inflation « moyenne tronquée » qui exclut les valeurs extrêmes et s'établit actuellement à « seulement » 2,4% – un indicateur d'inflation d'ailleurs perçu favorablement par le nouveau président de la Réserve fédérale, Kevin Warsh. Celui-ci a donc mis en place des groupes de travail pour se pencher sur ces questions, ce qui pourrait permettre à la Fed de gagner du temps et de retarder sa décision concernant les taux, en attendant l'évolution de l'inflation après la désescalade au Proche-Orient.



Zone euro

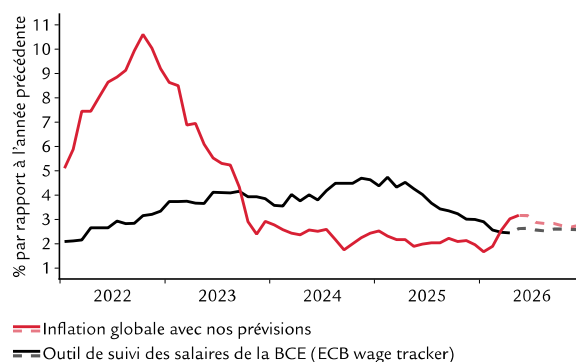
La BCE réagit à la hausse de l'inflation

Conformément aux attentes, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé son taux directeur de 25 points de base à 2,25% au mois de juin, une première depuis près de trois ans. Christine Lagarde a averti que l'inflation occasionnée par la guerre en Iran s'étendait au-delà du secteur de l'énergie. Nous ne prévoyons toutefois toujours pas d'effets de second tour significatifs, qui surviennent par exemple lorsque les entreprises répercutent la hausse des coûts énergétiques sur les prix à la consommation. Comme prévu, l'inflation globale en zone euro a atteint 3,2% en mai, portée notamment par la hausse des prix des carburants. La hausse simultanée de l'inflation sous-jacente à 2,5% en mai suscite davantage d'inquiétude, mais s'explique avant tout par l'augmentation des prix des services, sans doute en partie influencée par des effets saisonniers comme le calendrier des jours fériés. Les hausses ont surtout concerné les services de transport et de voyage, ce qui n'est guère surprenant compte tenu de leur dépendance directe aux prix du carburant.

La pression salariale reste modérée

Sur le marché du travail également, le risque d'une intensification des effets de second tour semble pour l'heure limité. Différents indicateurs traduisent actuellement une pression salariale relativement faible et donc un pouvoir de négociation limité des salariés, ce qui réduit le risque d'une spirale prix-salaires. Si notre prévision d'une normalisation partielle des prix du pétrole se confirme au cours des trois prochains mois, le pic de l'inflation globale pourrait avoir été atteint dès juin. Par rapport à celle du consensus, notre prévision d'inflation pour la zone euro est optimiste, en particulier pour 2027. Cela s'explique non seulement par nos hypothèses sur les prix de l'énergie, mais aussi par nos hypothèses plus favorables concernant les effets de second tour.

Zone euro : outil de suivi des salaires de la BCE et inflation globale avec prévisions de Swiss Life Asset Managers



Allemagne

Les perspectives du tertiaire s'assombrissent

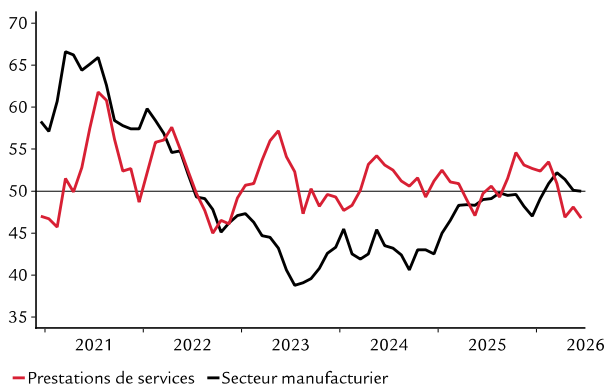
Après la stabilisation des indicateurs de tendance en mai, une nette divergence entre les secteurs s'est dessinée en juin. Tandis que l'industrie reste solide selon les indices des directeurs d'achat et que les nouvelles commandes sont en hausse tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation, le tertiaire est nettement sous pression : le PMI des services a chuté à 46,8, son plus bas niveau depuis plus de trois ans. Même les sous-composants prospectifs dressent un tableau assez sombre.

Le ralentissement conjoncturel dans les services tient sans doute à plusieurs facteurs. Dans les services proches de la consommation, les pertes de pouvoir d'achat dues à l'inflation et la morosité persistante du marché du travail pèsent sur la demande. En outre, l'incertitude accrue et la hausse des attentes en matière de taux d'intérêt exercent un effet modérateur, en particulier sur des secteurs comme l'immobilier et la construction. Mais étant donné la forte sensibilité du tertiaire à la demande, une accalmie durable de la situation géopolitique pourrait entraîner un rebond rapide, comme en témoigne la volatilité des PMI des services (voir graphique).

L'inflation en léger recul mais plus largement diffusée

A la surprise générale, le taux annuel d'inflation a reculé à 2,6% en juin, principalement en raison de la baisse des prix de l'énergie et de la remise à la pompe. A l'inverse, l'inflation sous-jacente a augmenté à 2,5%, signe d'une dynamique d'inflation plus diffusée, mais toujours modérée. Cela se confirme également par les prix de gros, qui ont augmenté de façon généralisée. Outre l'impact direct de la hausse des prix de l'énergie, d'autres effets (comme la hausse des prix des composants informatiques déclenchée par le boom de l'IA) ont probablement contribué à cet environnement de prix.

Allemagne : indices des directeurs d'achat



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 06/2026

France

Hausse des ventes de voitures neuves

Les données conjoncturelles en France continuent de brosser un tableau contrasté, notamment en raison de la prudence des consommateurs et de leur forte propension à épargner. Entre mars et mai, le nombre d'immatriculations de voitures particulières neuves a augmenté de 5,3% par rapport à la même période de l'an passé. Cette hausse semble due à la fois aux moyens financiers des consommateurs et aux incitations à l'achat de véhicules électriques. En revanche, la conjoncture dans l'industrie manufacturière s'est montrée moins dynamique à la fin du deuxième trimestre. D'après une enquête de l'Insee, les entreprises industrielles sont plus pessimistes par rapport au mois précédent concernant le volume de production et les commandes. Pour le troisième mois consécutif, la même enquête fait état d'une détérioration de l'emploi. Toutefois, ce schéma de données conjoncturelles parfois contradictoires se prolonge en juin : les PMI publiés le même jour donnent une image plus favorable de la situation de l'industrie manufacturière.

Accalmie sur le front des données de prix

En France, les prix des carburants ont reculé de 10% à 20% par rapport au pic de la mi-avril. Ils restent toutefois nettement supérieurs à leur niveau précédant la guerre en Iran et grèvent le budget des ménages. Le point mort d'inflation moyen sur dix ans, dérivé des obligations indexées sur l'inflation, s'élève actuellement à 1,85%, soit déjà 30 points de base de moins qu'il y a quatre semaines seulement. En raison de l'hypothèse d'effets de second tour minimes liés à la hausse temporaire des prix de l'énergie, notre prévision d'inflation pour cette année et la suivante est nettement inférieure à celle du consensus.

France : immatriculations de voitures particulières neuves



Sources : IGEDD, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 05/2026

Italie

Inflation sous-jacente stable

Jusqu'ici en 2026, la croissance italienne a évolué conformément à nos prévisions, un peu plus optimistes que celles du consensus. En revanche, l'inflation a récemment surpris à la hausse et nous a amenés à réviser nos prévisions. D'une part, nous avons quelque peu sous-estimé la hausse des prix de l'énergie car, outre ceux des carburants, ceux du gaz et de l'électricité ont nettement augmenté pour les ménages. L'Italie adopte une position particulière par rapport aux autres pays européens, les prix de gros étant très rapidement répercutés sur les consommateurs finaux. Nous avons également sous-estimé l'inflation des services, notamment marquée par des hausses de prix dans le secteur financier et touristique. L'inflation reste faible pour les biens, à l'exception des produits alimentaires non transformés. Dans l'ensemble, nous restons d'avis que l'inflation sous-jacente en Italie va stagner autour de 2% et que la baisse des prix de l'énergie engendrera des effets de base négatifs, ramenant l'inflation globale sous la barre des 2% en 2027. Nous restons donc bien en deçà de la prévision du consensus.

Espagne

Une croissance solide et le tourisme comme risque

Le gouvernement espagnol a pris des mesures importantes pour atténuer l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur la population. L'abaissement temporaire de la TVA de 21% à 10% sur l'essence et le diesel est particulièrement significatif. Malgré ce vaste train de mesures fiscales, l'écart de rendement (spread) entre les emprunts d'Etat espagnols et allemands s'est réduit depuis avril. Par rapport à d'autres pays européens, l'Espagne consacre un budget plus faible à la défense, ayant délibérément renoncé à l'accroître. Cela a permis au gouvernement de soutenir les ménages face au choc des prix de l'énergie sans peser lourdement sur les finances publiques. Nous tablons donc sur une croissance robuste au 2^e trimestre, supérieure à la moyenne de la zone euro. Le revers de ces perspectives constructives tient dans les effets potentiels de la crise énergétique sur le tourisme. L'économie espagnole est fortement tributaire du tourisme aérien, qui représente près de 90% des arrivées internationales. La hausse des prix du kérosène pourrait réduire le nombre de visiteurs et peser sur la croissance du PIB.

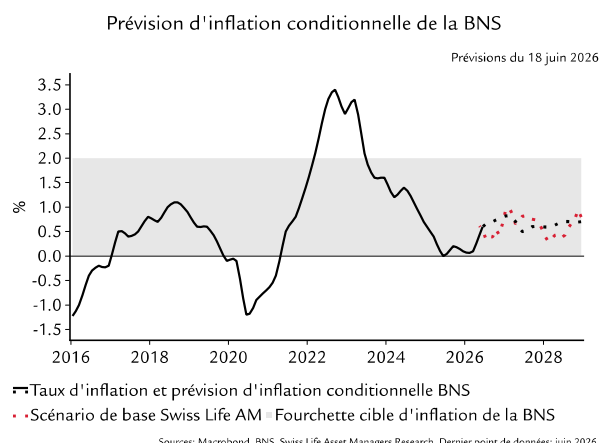
Suisse

Croissance modérée de la consommation réelle

Le graphique en page 1 indique une croissance réelle modérée des dépenses des ménages au 1^{er} semestre 2026. Cela correspond à notre prévision de taux de croissance du PIB légèrement inférieurs au taux potentiel de l'économie suisse d'ici fin 2027. Associée à la faible pression inflationniste, cette dynamique modérée justifie la poursuite de la politique monétaire expansionniste de la BNS. Son effet favorable sur la conjoncture intérieure reste toutefois limité. Dans le secteur de la construction, le volume de nouveaux projets de construction de logements autorisés se maintient au niveau de l'année précédente. Seule la rénovation, environ trois fois moins importante en termes de valeur, affiche une forte croissance d'environ 26% par rapport à l'année précédente. La détente attendue du conflit au Proche-Orient a un effet positif. D'après les premiers indices des directeurs d'achat disponibles en Europe et ailleurs dans le monde, la reprise cyclique devrait être ralentie, mais pas stoppée. L'économie exportatrice en profitera également au cours des prochains trimestres, notamment grâce à la stabilité des taux de change. En outre, la normalisation des importations nettes d'électricité depuis la reprise de la production dans la centrale nucléaire de Gösgen devrait soutenir le PIB.

Abaissement de la prévision d'inflation pour 2026

Nous revoyons à nouveau notre prévision d'inflation à la baisse pour 2026. Bien que les sources d'énergie coûtent toujours nettement plus cher qu'avant le début de la guerre, le prix du mazout tend au recul depuis mai. A cela s'ajoute l'absence quasi totale d'effets de second tour pour les prix des biens ou des services hors transports. Notre scénario de référence à moyen terme pour la dynamique d'inflation correspond largement à la dernière prévision d'inflation conditionnelle de la BNS.



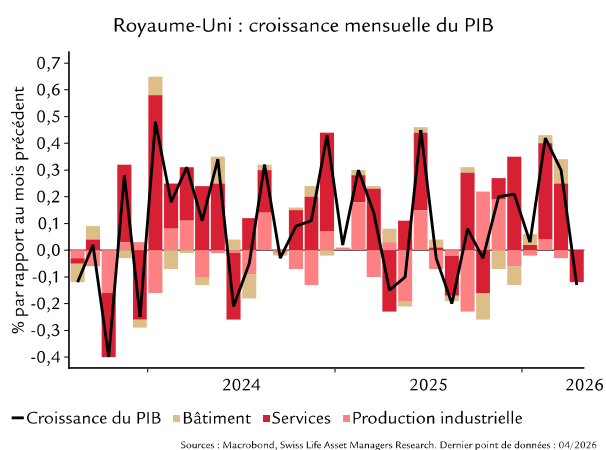
Royaume-Uni

Un début de 2^e trimestre timide

Après un 1^{er} trimestre solide, les chiffres mensuels du PIB d'avril (-0,1% par rapport au mois précédent) traduisent, comme prévu, un début timide de l'économie britannique au 2^e trimestre. Le principal frein a été le secteur tertiaire, tandis que la production industrielle est restée stable. Selon l'institut national des statistiques, le secteur des arts, du divertissement et des loisirs a été le plus pénalisant, affecté par l'annulation d'événements sportifs au Proche-Orient – probablement les deux courses de Formule 1 en Arabie saoudite et à Bahreïn. Le groupe Formula One Management, détenteur mondial des licences de Formule 1, a son siège à Londres. Outre cet effet ponctuel, les ventes au détail se sont également effondrées, annulant la hausse de mars occasionnée par les achats anticipés de carburant par crainte de nouvelles hausses de prix. Le repli du PIB devrait convenir à la Banque d'Angleterre (BoE), car les signes que la guerre en Iran cause le ralentissement de l'économie se multiplient. Contrairement à la BCE, la BoE a maintenu ses taux inchangés en juin, malgré une nouvelle hausse sensible de l'inflation en mai.

Six premiers ministres en moins de dix ans

Sur le plan politique également, la situation politique reste tendue. Comme prévu, Andy Burnham a remporté l'élection complémentaire dans le district de Makerfield. Avec son entrée au Parlement et la démission de Keir Starmer, plus rien ne s'oppose à une passation de pouvoir au sein du parti travailliste. Reste à voir si Burnham sera contesté au sein du parti. D'ici là, la volatilité devrait rester élevée, en particulier sur les marchés obligataires.



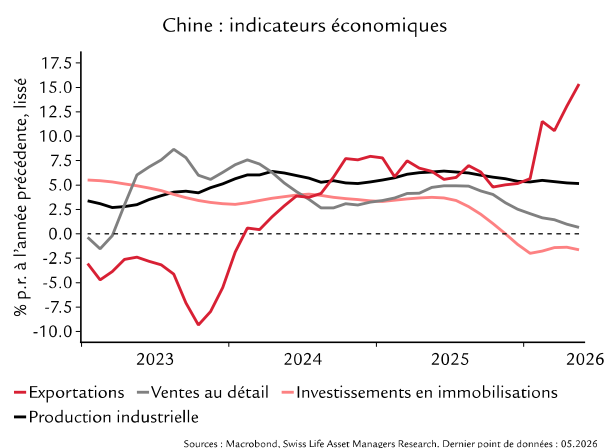
Chine

Demande en berne et pression sur les prix du pétrole

Les données conjoncturelles chinoises de mai révèlent une dichotomie persistante : tandis que la demande d'exportations, notamment pour les biens high tech, reste solide, la demande intérieure continue de faiblir. En mai, les exportations ont augmenté de plus de 19% par rapport à l'année précédente, mais tous les principaux indicateurs domestiques ont déçu. Trois facteurs principaux expliquent cette évolution : premièrement, la Chine a nettement réduit ses importations de pétrole en raison des perturbations mondiales autour du détroit d'Ormuz, acceptant un affaiblissement de la demande au lieu de puiser massivement dans ses réserves stratégiques. Ce choix a pesé sur la production industrielle, notamment des raffineries et des entreprises chimiques, mais a aussi modéré les prix mondiaux du pétrole brut. Deuxièmement, la politique « anti-involution » visant à limiter les surcapacités continue de freiner les investissements, en particulier dans le secteur de l'énergie solaire et des batteries. Troisièmement, la crise immobilière persistante pèse sur l'investissement et la consommation. Une normalisation progressive de l'approvisionnement en pétrole devrait soutenir la production au 2^e semestre et améliorer les données industrielles, tandis que la faiblesse structurelle due à la correction de l'immobilier se maintient.

L'inflation chinoise devrait rester en territoire positif

En Chine, les perspectives d'inflation évoluent : après des années de pression déflationniste, la hausse des prix devient positive. D'abord tirée par la hausse des prix de l'énergie, elle l'est aussi, de plus en plus, par celle des prix des puces liées à l'IA – deux hausses qui se généralisent désormais non seulement aux prix à la production, mais aussi aux prix à la consommation. L'inflation des prix à la consommation devrait toutefois rester modérée en raison de la faiblesse persistante de la demande intérieure.



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.

Juillet 2026

Taux d'intérêt et obligations

La désescalade en Iran calme les marchés

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Juin 2026*	Year-to-date*	Actuel	Juin 2026*	Year-to-date*
US	4,4%	-4 pb	23 pb	75 pb	3 pb	-3 pb
Zone euro	2,9%	-8 pb	0 pb	79 pb	0 pb	1 pb
UK	4,7%	-11 pb	22 pb	86 pb	1 pb	3 pb
CH	0,2%	-13 pb	-3 pb	75 pb	1 pb	-4 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.

* Variation au 25 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Aplatissement de la courbe des taux avec la hausse des taux courts en juin. Ecart HY en USD resserrés et écarts IG stables.
- Notre estimation de taux neutre passe de 3% à 3,25%. Malgré un ton offensif et l'inflation supérieure à l'objectif, la Fed ne devrait relever pas ses taux en 2026.

Zone euro

- Rendements des Bunds à court terme en hausse et aplatissement de la courbe. Resserrissement des écarts IG et HY en EUR sur fond de désescalade en Iran, les rendements totaux surperformant le crédit en USD.
- La BCE a relevé ses taux de 25 pb le 11 juin, et devrait en faire autant en septembre, au-dessus du taux neutre, en raison de craintes inflationnistes.

Royaume-Uni

- L'inflation sous-jacente est passée de 2,5% à 2,6% en mai, en deçà des attentes. Repli des rendements des gilts à 10 ans et écarts IG stables en juin.
- La Banque d'Angleterre a maintenu ses taux le 18 juin. L'inflation reste supérieure à l'objectif et la croissance est faible. Nous attendons une hausse en septembre 2026, comme les marchés.

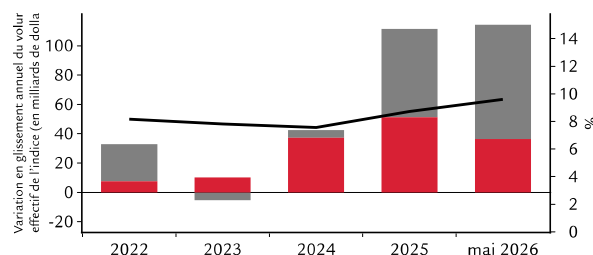
Suisse

- L'inflation est restée à 0,6% en mai, en deçà des attentes. Léger repli des rendements suisses et stabilité des écarts en juin.
- Côté BNS, nous prévoyons une politique de taux zéro dans un avenir proche.

Bond des obligations des émetteurs technologiques

Depuis 2022, la valeur nominale des obligations IG en USD des émetteurs technologiques et des hyperscalers a crû plus vite que celle des obligations d'entreprise IG en USD, reflétant les besoins de refinancement liés aux investissements dans l'IA. L'accélération a débuté en 2022-2023 avec l'arrivée de ChatGPT. En 2024-2025, les hyperscalers ont donc aussi lancé de tels outils et massivement investi. En 2026, de nouveaux modèles d'IA ont été lancés, entraînant une révision à la hausse des prévisions d'investissements : la valeur nominale des obligations des émetteurs technologiques et des hyperscalers a déjà plus progressé en 2026 que sur l'année 2025. Ces investissements aux Etats-Unis portent la croissance du PIB et l'effet richesse pour les ménages à revenu élevé via la valorisation des actions. Malgré des écarts serrés, les fondamentaux et facteurs techniques sont neutres voire positifs. Nous sommes neutres sur le crédit IG et HY en USD en juillet. Valorisation serrées, inflation et taux en hausse et croissance plus faible en Europe devraient entraîner un léger creusement des écarts HY en EUR. Notre vision des taux est plutôt baissière, une fin du conflit iranien semblant probable. Les marchés anticipent donc une politique plus favorable et des rendements en baisse. Les rendements de la dette souveraine à 2 et 10 ans devraient baisser en juillet aux Etats-Unis et en zone euro. Nous avons une vision neutre pour les rendements obligataires en Suisse.

Obligations IG en USD des émetteurs technologiques et hyperscalers (COA0)



- Part de la tech et des hyperscalers, éch. de d.
- Hyperscalers dans les secteurs du commerce de détail et des médias, éch. de g.
- Secteur Technologie & électronique, éch. de g.

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 31.05.2026

Actions

Position plus défensive justifiée

Marchés régionaux des actions	Juin 2026*	Year-to-date*
Etats-Unis	-2,9%	7,7%
Zone euro	3,3%	11,6%
Royaume-Uni	1,1%	8,0%
Suisse	5,2%	9,6%
Marchés émergents	0,5%	26,2%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.
* Variation au 25 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Marchés américains à la traîne en juin, malgré un rebond des titres des semi-conducteurs.
- Le Philadelphia Semiconductor Index (SOX) a encore gagné 5% en juin.
- Hors titres de l'IA et de l'énergie, le S&P500 serait en baisse en 2026.
- Malgré la forte croissance des bénéficiaires, la valorisation de marché redevient très élevée (ratio P/E de 25).

Zone euro

- Bonne performance du marché des actions de l'UEM, devançant à nouveau l'américain en 2026.
- Secteurs les plus performant en juin : finance, technologie et biens de consommation de base.

Royaume-Uni

- Performance neutre en juin.

Suisse

- Solide performance du marché suisse en juin, notamment lors des reculs des marchés mondiaux des actions.

Marchés émergents

- Après un bon début, ils accusent une performance faible en juin du fait du repli des titres de la tech.
- Comme outre-Atlantique, les titres de l'IA (infrastructures) portent le marché.
- L'indice MSCI Emerging Markets est désormais très concentré : les quatre plus grandes économies asiatiques pèsent plus de 75%, TSMC pèse à lui seul 15%, et l'indice complet de 1200 titres n'est aussi diversifié qu'un portefeuille à pondération égale de 30 titres.
- Taïwan représente désormais 26% de l'indice, contre 23% pour la Corée du Sud, 20% pour la Chine et 10% pour l'Inde.
- Malgré une solide performance, les valorisations relatives aux marchés américain et mondial restent intéressantes, les titres clés de l'IA évoluant toujours sous un ratio P/E de 30.

Prudence accrue sur les actions

L'entrée en bourse (IPO) de SpaceX a été un succès, avec des gains allant jusqu'à 50% les premiers jours. Il s'agissait de la plus importante IPO de l'histoire. Des sociétés comme Anthropic ou OpenAI pourraient aussi franchir le pas cette année. Par le passé, les grandes IPO n'ont pas été fructueuses (voir tableau), car elles ont eu lieu pendant les périodes de forte performance du marché et de valorisations élevées. Malgré de bons résultats la première semaine, les performances sur un an sont faibles (Palantir étant une exception majeure), et les baisses moyennes atteignent environ 50% la première année. Sur la base du ratio cours/chiffres d'affaires, SpaceX est l'IPO la plus chère.

Société	Date de l'entrée en bourse (IPO)	Performance sur 1 semaine	Performance sur 1 an	Perte sur 1 an	Cours/chiffre d'affaires (IPO)
Space X	2026	37%			96
Palantir	2020	5%	153%	-5%	30
Alibaba	2014	-4%	-30%	-35%	42
Robinhood	2021	46%	-74%	-80%	33
Coreweave	2025	20%	87%	-65%	5
Meta (Facebook)	2012	-17%	-31%	-54%	28
Moyenne		15%	21%	-48%	27.6
Médiane		13%	-30%	-54%	30

Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers, other sources. Dernier point de données : 22.06.2026

Pour la première fois depuis longtemps, l'offre nette d'actions aux Etats-Unis est positive, entraînant une hausse de l'émission de capital et des actions en circulation, ce qui dilue le résultat par action. Une telle dilution persiste dans les marchés émergents et est probablement l'un des facteurs de leur sous-performance à long terme. Selon JP Morgan, les émissions nettes en 2026 et 2027 (ajustées du flottant) sont supérieures à 1000 mia. USD, soit environ 2% de la capitalisation boursière et la hausse la plus rapide depuis 1999. Dans le même temps, les rachats d'actions – et les flux de trésorerie disponibles – parmi les grandes entreprises technologiques atteignent presque zéro.

En juin, nous avons revu notre stratégie d'actions. Après l'entrée en bourse de SpaceX et l'accord de paix en Iran, de nombreuses évolutions positives semblent désormais largement intégrées. Les titres de l'IT et des semi-conducteurs ont dominé, créant des performances de marché de plus en plus déséquilibrées. Les attentes quant aux titres de l'IA sont très élevées. Ainsi, les produits de SpaceX devraient centupler d'ici 2030, tandis que les marges bénéficiaires du S&P 500 devraient passer de 14% à près de 17% d'ici 2028. Parallèlement, l'émission nette est devenue positive, alors même que les émetteurs continuent de recourir aux marchés obligataires. Dans l'ensemble, nous estimons qu'une pause et une consolidation s'imposent.

Devises

Le marché retrouve la confiance dans l'USD

	Juin 2026*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	-2,5%	-3,2%	↘
EUR/CHF	1,2%	-1,0%	→
GBP/USD	-2,0%	-2,1%	↘
USD/JPY	1,6%	3,2%	→

* Variation au 25 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- A l'heure où nous rédigeons, l'USD s'est apprécié de 2,7% en juin, pondéré des échanges. Les données économiques américaines et la réunion du FOMC de juin, perçue comme offensive par les marchés, ont éclipsé l'effet potentiellement négatif de la désescalade au Moyen-Orient sur l'USD. Ce dernier a fait chuter les devises liées aux matières premières comme l'AUD, le NZD, le CAD ou la NOK.
- Nous restons positifs sur l'USD, les différentiels de rendement réels restant favorables sur fond de surperformance économique américaine.

Zone euro

- En juin, l'EUR cède du terrain à l'USD, mais progresse face au CHF et à la SEK.
- Les attentes des marchés financiers quant à la BCE sont plus appropriées qu'il y a un mois. Notre avis négatif sur la paire EUR/USD repose donc sur une vigueur globale de l'USD.

Royaume-Uni

- En juin, la GBP a cédé du terrain à l'USD et s'apprécie à la marge face à l'EUR. Comme la BCE, les marchés financiers ont baissé leurs prévisions de hausse de taux de la Banque d'Angleterre sur fond de morosité des données britanniques.
- Nous réitérons notre avis négatif sur la paire GBP/USD et neutre sur la paire GBP/EUR.

Suisse

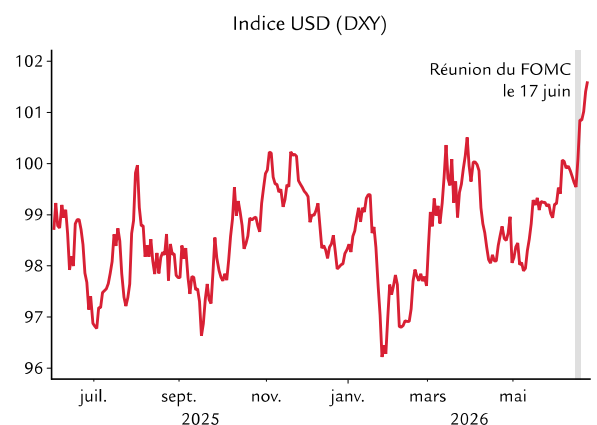
- Pondéré des échanges, le CHF perd près de 2% en juin, les marchés ayant écarté une hausse de taux de la BNS.
- Nous réitérons notre avis neutre sur la paire EUR/CHF et positif sur la paire USD/CHF.

Japon

- La paire USD/JPY a progressé en juin, dépassant 160. Malgré la hausse de taux de la BoJ, les écarts de taux d'intérêt avec les Etats-Unis restent élevés.
- Nous sommes neutres sur la paire USD/JPY, car le risque d'interventions sur le change devrait limiter la hausse.

Nouvel élan lancé par les banques centrales

Comme indiqué dans la précédente édition des *Perspectives*, le différentiel de rendement réel à 5 ans entre les Etats-Unis et l'UEM avait été (et reste) favorable à une nouvelle appréciation de l'USD, dont l'ampleur était plutôt décevante en mai. Nous soupçonnions que les investisseurs pourraient avoir été prudents avant le changement de direction de la Fed. En effet, la première conférence de presse de Kevin Warsh en tant que président de la Fed ainsi que le revirement offensif de la projection de taux médian des membres du FOMC ont donné un nouvel élan à l'USD, qui s'est nettement apprécié en juin. Si Kevin Warsh, sceptique en termes de « forward guidance », n'a rien dit sur la trajectoire des taux directeurs, il a réitéré lors de la conférence de presse son engagement pour la stabilité des prix et dissipé toute crainte d'être sous l'influence de la Maison-Blanche. L'indépendance et la crédibilité de la Fed étant rétablies auprès des investisseurs du marché des changes, ceux-ci se tournent vers des facteurs plus fondamentaux comme les différentiels de rendement réel et la surperformance de l'économie américaine, tous deux favorables à un USD plus fort.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 24.06.2025

Contrairement à la Fed, la réunion de la BCE a été largement sans impact du point de vue du marché des changes, car tant la hausse de 25 points de base que la position de la présidente à la conférence de presse étaient conformes aux attentes des investisseurs. Parallèlement, le ton rassurant de la BNS lors de sa réunion de juin renforce les attentes du marché quant au maintien de sa politique de taux zéro. Associée à l'engagement de la BNS d'utiliser l'instrument d'intervention sur le change, la tendance à la baisse du CHF a été soutenue en juin.

Allocation d'actifs

Gérer le marché plutôt que le poursuivre

Bilan du mois de juin

- Les actions mondiales ont progressé malgré l'incertitude géopolitique persistante. Le Japon et les ME sont les plus performants.
- Volatilité des rendements des obligations souveraines, en hausse début juin avant de retrouver quasiment les niveaux de fin mai.
- Resserrement des écarts de crédit européens en juin, alors que ceux-ci sont restés stables aux US.
- Pondéré des échanges, l'USD s'est affermi.

Allocation d'actifs : avis actuels

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

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

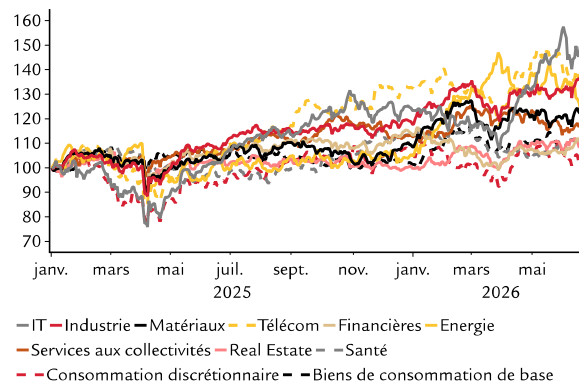
- Ces derniers mois, notre avis plus constructif s'est confirmé : les actions ont livré de solides rendements. Cependant, plus le rebond est fort, plus la barre est haute à l'avenir.
- Notre avis est plus prudent et nous ramenons les actions à un niveau neutre. Le seuil à dépasser s'est relevé et le commerce de l'IA est de plus en plus saturé en l'absence de catalyseurs à court terme.
- Côté actions, nous réduisons notre surpondération pour le marché américain et les ME, qui ont tous deux profité du complexe de l'IA. De plus, nous surpondérons les actions japonaises comme contre-poids cyclique, sur la base des réformes de gouvernance d'entreprise, de l'amélioration des fondamentaux des entreprises et de la poursuite de la croissance des bénéfices.
- Nous maintenons la sous-pondération du crédit, les écarts restant très serrés et le ratio bénéfice/risque asymétrique.
- Nous restons neutres sur les taux, le marché ignorant le risque géopolitique. Les rendements à long terme devraient se normaliser graduellement plutôt qu'évoluer brutalement dans l'un ou l'autre sens.
- La sous-pondération des fonds de crédit favorise la surpondération des valeurs réelles. Nous continuons de privilégier l'immobilier et les infrastructures suisses basés sur la VNI.

La sélectivité en tant que stratégie :

investir sur un marché aux marges serrées

Après une phase de marché des actions solide, l'éventail des opportunités devient plus nuancé. Si les rendements totaux restent favorables, les prévisions de rendements se compriment. Valorisations élevées, prévisions de bénéfices en hausse et position toujours concentrée signifient que la marge d'erreur se resserre. Parallèlement, les marchés évoluent. Alors que les performances passées étaient le fait d'un nombre limité de dirigeants, la participation s'élargit progressivement. C'est une évolution positive, mais elle ne simplifie pas l'investissement. La dispersion entre titres et secteurs reste élevée, même si la performance indicielle semble stable.

Dispersion sectorielle (S&P 500)



Sources : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 24/06/2026

En conséquence, l'exposition au bêta large perd de son efficacité et les rendements sont de plus en plus déterminés par la différenciation entre les entreprises qui peuvent répondre aux attentes élevées et celles qui ne le peuvent pas, et entre les segments surinvestis et ceux offrant un positionnement plus équilibré. La sélectivité devient donc centrale : entre classes d'actifs, où les primes de risque se compriment, au sein des actions, où la dispersion des bénéfices s'accroît, et entre thèmes, où le positionnement compte autant que les fondamentaux. Dans ce contexte, il ne s'agit plus de saisir l'élan du marché mais de déterminer d'où viendra le prochain rendement différentiel.

En bref, à mesure que les marchés s'élargissent mais que la dispersion persiste, le succès dépend moins d'un investissement à grande échelle que d'un positionnement précis.

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.

3^e trimestre 2026

A retenir

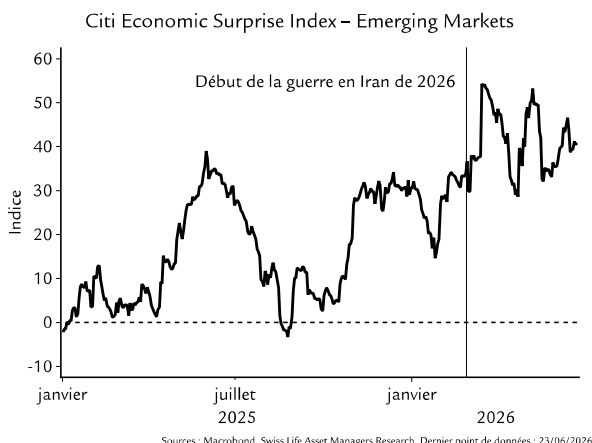
- La reprise progressive de l'offre pétrolière soulage les importateurs de pétrole, notamment en Asie du Sud
- Pays émergents : croissance plus forte que prévu grâce aux exportateurs de matières premières et de high-tech
- Chine : l'expansion du high-tech se renforce, l'économie intérieure attend la stabilisation de l'immobilier

En un chiffre

14,6%

Au 1^{er} trimestre, l'économie taïwanaise a progressé de 14,6% par rapport à l'année précédente, sa plus forte hausse depuis le 2^e trimestre 1987. Ce dynamisme a été porté par une demande exceptionnellement élevée de matériel informatique lié à l'IA, qui a fait bondir les exportations de plus de 30% et a confirmé leur rôle de moteur de croissance. Les perspectives à court terme restent positives, mais à moyen terme, les risques s'accumulent : forte concentration des exportations sur les semi-conducteurs, dépendance croissante de la production industrielle vis-à-vis des secteurs liés à l'IA et faiblesse persistante des secteurs non liés à l'IA. La situation est similaire en Corée du Sud (voir page 2).

En un graphique

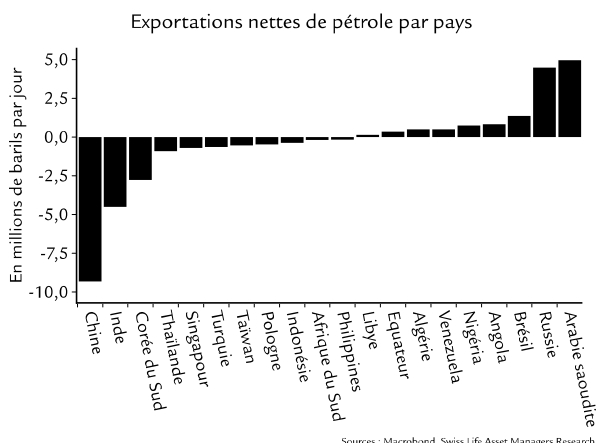


Considérés comme particulièrement vulnérables au début de la guerre en Iran, les pays émergents ont toutefois livré de bonnes surprises, comme le montre le graphique. Les exportateurs de matières premières ont profité de meilleurs termes de l'échange et d'un compte courant plus stable, tandis que le boom de l'IA aux Etats-Unis profite à la production de matériel en Asie. Avec la signature du *Memorandum of Understanding* entre les Etats-Unis et l'Iran et l'ouverture progressive du détroit d'Ormuz, les perspectives s'améliorent pour les pays jusqu'ici particulièrement vulnérables comme l'Inde et les Philippines.

L'Asie du Sud respire à nouveau

L'interruption de l'approvisionnement en pétrole causée par le blocus du détroit d'Ormuz a posé des défis aux pays émergents, toutefois moins sérieux que redouté. Leur résilience a été soutenue par des effets contraires : les exportateurs de matières premières ont profité de meilleurs termes de l'échange, tandis que le boom de l'IA aux Etats-Unis a dopé la demande de technologies produites en Asie (voir En un graphique). Avec le *Memorandum of Understanding* entre les Etats-Unis et l'Iran et l'ouverture progressive du détroit d'Ormuz, le tableau s'éclaircit encore. Cela concerne surtout les importateurs nets d'énergie (voir graphique 1), principalement situés en Asie, qui profitent d'un recul de la pression inflationniste et d'une facture d'importations allégée qui améliorent leurs balances des paiements courantes. Il en résulte aussi des allègements fiscaux, notamment dans les pays ayant tenté d'amortir le choc pour les ménages en mettant en place des subventions. La baisse des prix du pétrole devrait en outre réduire la pression restrictive sur de nombreuses banques centrales émergentes. Pour autant, les trajectoires monétaires restent très divergentes, sous l'effet des dynamiques de croissance et d'inflation différenciées. Les Philippines ou l'Afrique du Sud doivent encore faire face à un resserrement en raison de la pression inflationniste induite par les prix de l'énergie, tandis qu'en Corée du Sud ou en République tchèque, la hausse des taux est surtout soutenue par une conjoncture solide. À l'inverse, les banques centrales du Brésil, du Mexique et bientôt de la Hongrie sont engagés dans un cycle de baisse des taux.

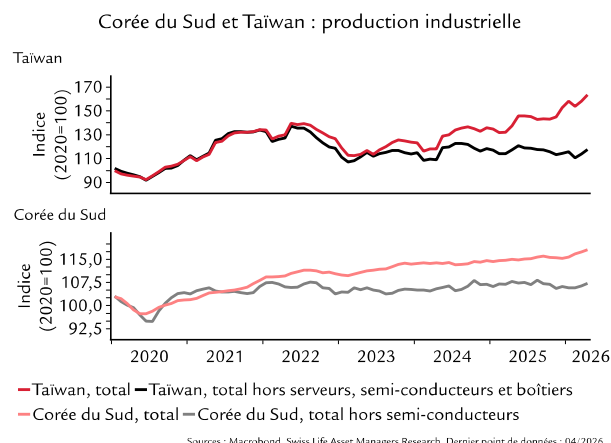
Graphique 1 : La normalisation progressive des flux pétroliers profite aux importateurs nets



L'Asie du Nord reste portée par l'IA

Taïwan et la Corée du Sud sont au cœur de la dynamique de croissance positive des pays émergents et ont livré de bonnes surprises au 1^{er} trimestre. Cette performance reflète surtout leur rôle central dans les chaînes de valeur mondiales des semi-conducteurs, faisant d'eux les principaux bénéficiaires du boom de l'IA. Dans les deux économies, cela se traduit notamment par des excédents commerciaux record, appelés à s'amplifier avec la normalisation des flux pétroliers et la baisse des prix de l'énergie. On observe aussi une propagation de cette dynamique technologique à d'autres pans de l'économie, par exemple sous la forme d'une reprise progressive de la consommation. Plusieurs facteurs suggèrent que la demande liée à l'IA restera élevée à court terme : premièrement, les vastes investissements prévus par les grands groupes technologiques américains dans les infrastructures d'IA pour cette année et la suivante indiquent une demande toujours forte de matériel. Deuxièmement, le rapport stocks/livraisons dans le secteur sud-coréen des semi-conducteurs a atteint un plancher record, signe d'une forte surdemande et d'une baisse rapide des stocks. Troisièmement, la hausse marquée des prix des puces de stockage souligne la capacité de fixation des prix des fournisseurs et des contraintes de l'offre. Une dynamique similaire s'observe à Taïwan : chez TSMC, premier fondeur mondial de semi-conducteurs, les capacités de production des puces les plus avancées sont déjà réservées jusqu'en 2028. Mais cette forte spécialisation accroît aussi la vulnérabilité. La dynamique économique dépend de plus en plus du seul secteur de l'IA,

Graphique 2 : Les économies sud-coréenne et taïwanaise largement portées par le boom de l'IA



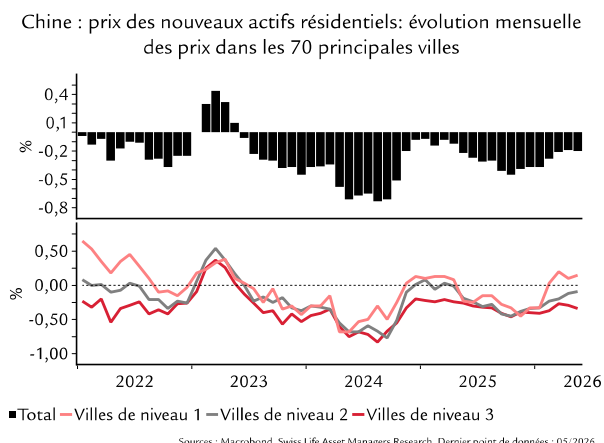
tandis que d'autres branches industrielles stagnent (voir graphique 2). Outre ces effets d'éviction au sein de l'industrie, la demande chinoise plus faible et la concurrence accrue dans les segments d'exportation traditionnels jouent également un rôle.

Chine : l'essor du high-tech se poursuit

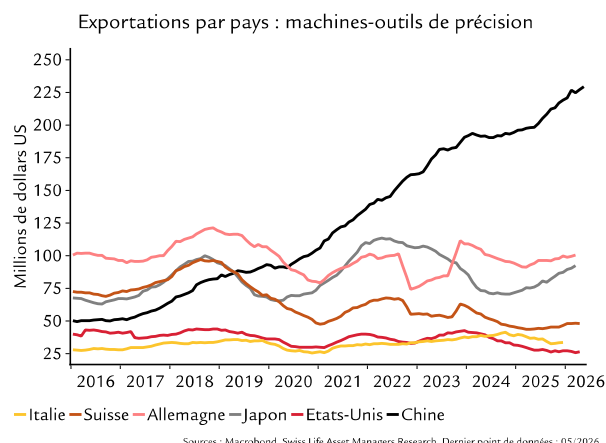
L'évolution économique chinoise est actuellement marquée par une forte dualité, reflétant des facteurs à la fois conjoncturels et structurels. A court terme, l'activité a récemment souffert d'un recul temporaire de la demande de pétrole : au 2e trimestre 2026, à la suite des perturbations mondiales liées au détroit d'Ormuz, la Chine a nettement réduit ses importations de pétrole, acceptant ainsi un ralentissement temporaire de son activité domestique. Ce choix a notamment pesé sur la production des secteurs énergivores (raffinage, chimie) tout en contribuant, en contrepartie, à contenir les prix mondiaux du pétrole brut. Avec la normalisation de l'approvisionnement pétrolier, cet effet devrait s'atténuer au second semestre et permettre un léger redressement industriel. Au-delà de cet effet temporaire, l'immobilier reste le principal frein structurel de l'économie domestique. Sa faiblesse persistante s'explique surtout par un excès important de stocks immobiliers, notamment dans les villes de rang 2 et 3, où la résorption du parc de logements est lente et où les prix restent sous pression. Dans le même temps, une différenciation importante se dessine : dans les villes de rang 1, le déséquilibre entre offre et demande est nettement moins marqué et une stabilisation plus rapide se profile, déjà visible dans l'évolution positive des prix

(voir graphique 3). Cette stabilisation partielle ne constituerait pas un tournant fondamental à l'échelle nationale, car les villes de rang 1 ne représentent que 5% de la population et 10% du PIB total. Mais elle pourrait venir soutenir certains secteurs comme les biens de consommation haut de gamme, les services, le tourisme et l'électronique premium, davantage portés par les ménages plus aisés de ces régions. D'autre part, le secteur high-tech s'impose de plus en plus comme l'un des principaux moteurs de croissance chinois. Le dernier plan quinquennal révèle des priorités stratégiques claires : l'autonomie technologique, la montée en gamme en termes de l'industrie et l'intégration à grande échelle de l'intelligence artificielle (« IA+ ») dans les industries traditionnelles, mais aussi le passage ciblé de la recherche à l'application commerciale, en particulier dans les domaines d'avenir tels que la biotechnologie. Ces priorités se reflètent de plus en plus dans le dynamisme de l'économie réelle : des secteurs comme la robotique, les semi-conducteurs, les machines de précision et les véhicules électriques continuent d'enregistrer des taux de croissance à deux chiffres. Dans ce contexte, il est permis de supposer que la Chine va encore accroître ses parts de marché mondiales dans ces industries clés (voir graphique 4). Dans l'ensemble, le secteur high-tech devrait rester un pilier de la croissance et compenser, du moins en partie, la faiblesse structurelle de l'économie intérieure chinoise.

Graphique 3 : Le secteur immobilier se stabilisera d'abord dans les villes de rang 1



Graphique 4 : Le développement du high-tech chinois devrait encore s'intensifier



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