

Octobre 2025

A retenir

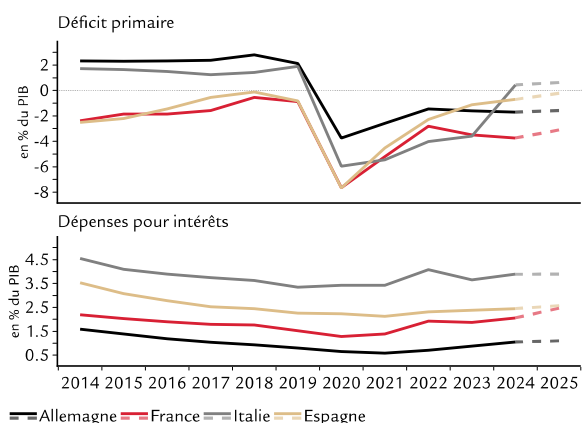
- Etats-Unis : l'emploi ralentit, mais baisse des taux directeurs et boom des actions portent la consommation *p. 2*
- Allemagne : l'expansion budgétaire prend forme avec le budget 2025 *p. 3*
- France : l'incertitude politique pèse sur le climat de consommation *p. 3*
- Suisse : espoir d'une issue positive aux négociations sur les taxes douanières *p. 4*
- Royaume-Uni : le repli de la pression salariale est une bonne nouvelle pour la Banque d'Angleterre *p. 5*
- Chine : l'inversion de tendance déflationniste tarde et le pays contribue au repli mondial des prix des biens *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	1,7% ↑	1,7% ↑	1,5%	1,7%	2,8%	2,8%	3,5%	2,7%
Zone euro	1,2%	1,2%	1% ↓	1,1%	2,1%	2,1%	2,0%	1,8%
Allemagne	0,3%	0,2% ↓	1,3%	1,2% ↓	2,0%	2,1%	2,0%	1,9%
France	0,7%	0,6%	1,0% ↓	0,9%	1,1%	1,1%	1,6%	1,5%
Italie	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	1,6%	1,7%	1,8%	1,6% ↓
Espagne	2,5%	2,6% ↑	1,7%	1,9%	2,6%	2,5% ↑	1,8%	1,9%
Royaume-Uni	1,2%	1,2% ↑	1,2%	1,0%	3,3%	3,4% ↑	2,3%	2,6% ↑
Suisse	1,2%	1,2% ↑	1,1%	1,3%	0,2%	0,2%	0,5%	0,6% ↑
Chine	4,8%	4,8%	4,0%	4,3% ↑	0,1% ↓	0,1% ↓	1,0%	0,7% ↓

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

Graphique du mois



Les défis pour les pays de l'UEM sont immenses. Situation dégradée en matière de sécurité, repli du libre-échange et faible croissance entravent les investissements publics. En parallèle, dans de nombreux pays européens, les déficits primaires ne sont déjà plus viables et le poids moyen de la dette est très élevé. L'évolution des investissements publics est par conséquent incertaine. L'Allemagne devrait devenir bien plus expansionniste, alors que Madrid et Rome consolident leurs finances publiques. La France est dans l'impasse politique, mais devrait pourtant se résoudre à une certaine consolidation de son abyssal déficit.

Etats-Unis

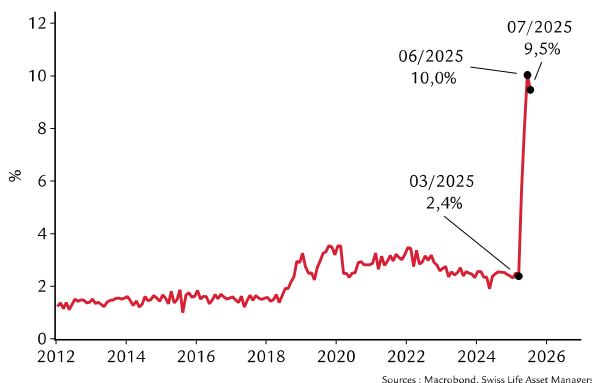
De bonnes mauvaises nouvelles

La perspective de baisses des taux directeurs a dopé les marchés financiers aux Etats-Unis, conduisant à une situation paradoxale. En effet, les chiffres de l'emploi doivent être suffisamment faibles pour maintenir les attentes de cycle de baisse, tout en étant assez bons pour ne pas alimenter les craintes de récession. Jusqu'ici, l'exercice de funambule est réussi. Au 2e semestre 2025, la croissance américaine a oscillé à un faible niveau, comme prévu. L'emballement sur les marchés actions et les conditions de financement assouplies portent notamment la croissance de la consommation privée et les investissements des entreprises. Les résultats des enquêtes auprès de celles-ci restent solides. Considérant l'incertitude de la politique économique, elles sont réservées tant côté embauches que licenciements. Le marché résidentiel reste problématique, lui qui ploie sous la pression de taux hypothécaires élevés. Sur ce front, les baisses de taux directeurs n'auront des effets qu'à la marge, car les taux à long terme pertinents restent ancrés à un niveau élevé.

Les importateurs choisissent l'esquive

L'inflation aux Etats-Unis croît du fait de la hausse des prix des biens de consommation et des effets douaniers, ceux-ci restant en deçà de nos attentes. Mesuré selon le panier-type d'importations de l'année dernière, le taux moyen est à 17%-19% depuis mai. Mais dans les faits, les recettes douanières en juin et juillet n'ont représenté que 10% des importations américaines. Cela signifie que les importateurs cherchent à esquiver les droits de douane élevés via l'anticipation des achats et la substitution de produits. Cet effet de substitution induit pour notre prévision d'inflation – relativement élevée – un risque de baisse de 3,5% en 2026. Les inquiétudes quant à un repli de l'emploi et de la pression politique devraient toutefois continuer de régner et inciter la Fed à effectuer de nouvelles baisses de taux.

Etats-Unis : droits de douane effectifs moyens (recettes douanières/importations totales)



Zone euro

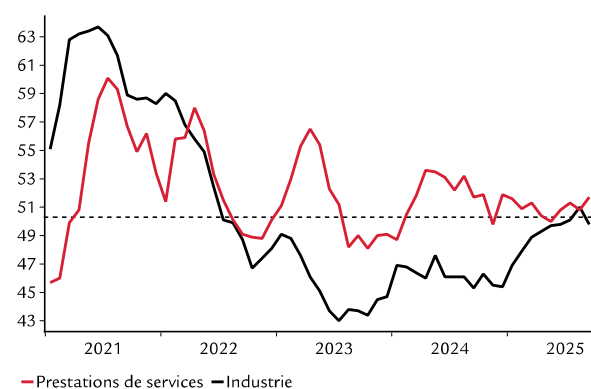
L'industrie reste robuste

La production industrielle reste résiliente face au choc douanier américain et progresse de 0,3% en juillet par rapport à juin, tandis que le repli de juin a été bien moins fort qu'annoncé. Le rebond de juillet a surtout été le fait de l'Allemagne, où la production industrielle a augmenté de 1,5%. Dans le même temps, elle a reculé en Espagne et en France. En raison de leur publication tardive, les données ne donnent qu'une vision tronquée de la situation. Des indicateurs plus actuels comme les PMI témoignent toujours d'une bonne santé du secteur secondaire, bien que son PMI avancé ait reculé légèrement sous le seuil de croissance de 50 points en septembre. Toutefois, le sous-indice de la production industrielle progresse, même si moins fortement qu'en août. Le PMI du secteur tertiaire est bien plus solide que celui de l'industrie et largement au-dessus des 50 points. Ainsi, le PMI de septembre pour l'ensemble de l'économie a retrouvé son plus haut niveau depuis mai 2024.

Grandes disparités d'inflation dans l'UEM

En août, l'inflation globale a certes légèrement progressé pour s'inscrire à 2,1%, mais elle reste bien en ligne avec l'objectif. L'inflation des services, bien que toujours supérieure à 3%, a encore reculé en août. Une trajectoire qui devrait se poursuivre ces prochains mois vu la pression salariale en repli. Au sein de la zone euro, les disparités d'inflation sont très marquées et vont de -0,1% à Chypre à 6,2% en Estonie. Parmi les ténors de l'UEM, la France se distingue, avec un taux d'inflation inférieur à 1% depuis des mois. Ces contrastes ne facilitent pas la tâche de la BCE, et pour l'heure, la politique monétaire reste trop restrictive pour des pays comme l'Hexagone.

Zone euro : indice des directeurs d'achat



Allemagne

L'expansion budgétaire prend forme

Avec l'adoption du budget fédéral 2025, l'expansion budgétaire annoncée de longue date va être mise en œuvre. La loi de finances prévoit 502 milliards d'euros de dépenses, soit 25 de plus que l'année précédente, et l'accroissement de l'endettement annuel passe à plus de 140 milliards. A partir du 4^e trimestre, les investissements publics pourraient donc nettement augmenter (voir graphique).

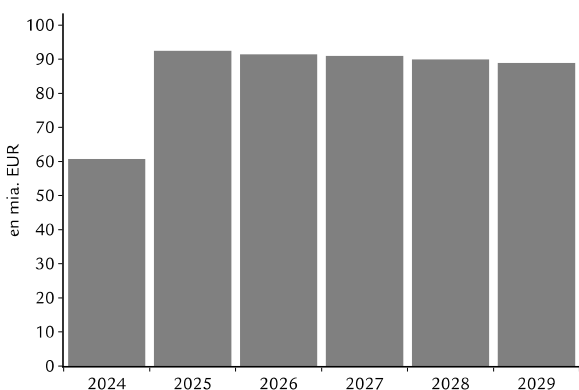
Toutefois, les signaux conjoncturels demeurent mitigés. La faible demande et l'incertitude persistante perturbent toujours la croissance, surtout dans l'industrie manufacturière et côté exportations. La minceur des carnets de commande ne penche pas non plus en faveur d'une amélioration rapide de la situation.

En parallèle, les critiques quant à l'utilisation de ces nouveaux moyens spéciaux se multiplient. Selon l'institut ifo, 16 milliards d'euros vont passer du budget principal vers des fonds d'infrastructures, tandis que les moyens financiers libérés financeront notamment une hausse des dépenses sociales de 11 milliards d'euros. Les réformes du système de retraites sont donc ajournées. A moyen terme, la hausse des investissements aura un effet clairement positif et cette année déjà, contribuera à accélérer la croissance. Et ce, que la productivité ou la croissance potentielle augmentent ou non à long terme.

L'inflation sous-jacente reste en hausse

En août, l'inflation sous-jacente a stagné à 2,7%, car les services (+3,1%) et l'alimentation (+2,5%) ont enregistré de fortes hausses de prix en comparaison annuelle. L'effet modérateur des prix de l'énergie s'est maintenu (-2,4%). Toutefois, il s'estompé, ce qui conduit à des effets de base et à une inflation temporairement en légère hausse. Pourtant, à moyen terme, nous tablons toujours sur des taux stables autour de la cible des 2%.

Allemagne : investissements publics attendus au niveau fédéral



France

Le moral des ménages baisse

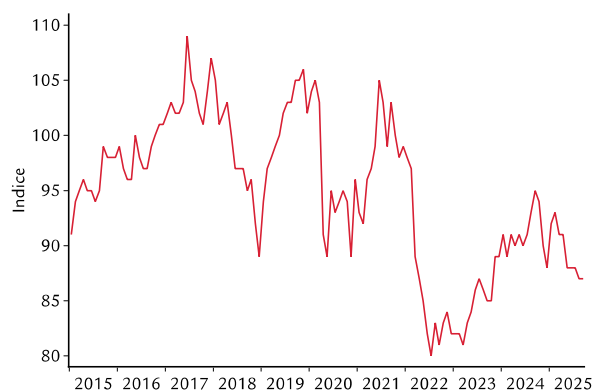
La paralysie politique depuis la dissolution de l'Assemblée nationale par le président Macron à l'été 2024 assombrit la perspective d'un essor conjoncturel modéré. La Banque de France table toujours sur une croissance de 0,3% au 3^e trimestre vs le trimestre précédent. Après une croissance négative au 4^e trimestre 2024, le rebond en direction de la croissance potentielle à long terme se poursuit. Dans la même veine, les économistes interrogés par Bloomberg font état d'une probabilité de récession plus faible qu'il y a encore un mois. Les vents favorables soufflant sur la construction sont remarquables. Jusqu'en juillet, le nombre de permis de construire résidentiels a gagné 20% par rapport à l'an dernier.

Cela étant, une tendance contraire émerge actuellement, entre une timide amélioration du moral des entreprises et un net recul de celui des ménages. Malgré des salaires réels en hausse, la perte de pouvoir d'achat reste l'une des préoccupations majeures de la population active. Associé à l'hypothèse d'une absence de relance budgétaire jusqu'à l'élection présidentielle de 2027, cela nous pousse à abaisser notre prévision de croissance du PIB pour 2026.

Hausse de l'inflation à l'horizon

Nous prévoyons un renchérissement annuel moyen de 1,1% en 2025, bien en deçà des 2,0% de l'an dernier. Malgré une légère hausse ces prochains mois, le taux d'inflation du scénario de référence reste inférieur au seuil de 2% jusqu'à fin 2026. Mesurée selon les prix des obligations indexées sur l'inflation, les prévisions à long terme des investisseurs restent très bien ancrées. Si la BCE axait sa politique monétaire uniquement sur la situation hexagonale, elle aurait de la marge pour procéder à d'autres baisses de taux.

France : confiance des ménages



Italie

Objectif atteint pour l'inflation

En Italie, l'inflation sous-jacente, excluant énergie et alimentation, est inscrite précisément depuis trois mois à 2% et donc parfaitement alignée sur l'objectif de la BCE. L'inflation globale ressort à seulement 1,6% en août grâce au repli des prix de l'énergie. Dans la zone euro, seules la France et Chypre affichent un taux inférieur. La guerre commerciale réduit encore la pression inflationniste. Depuis le début d'année, les prix à la production dans l'industrie (hors construction et énergie) évoluent latéralement pour le marché intérieur. Côté exportations, ils ont légèrement reculé entre avril et juin en particulier. Les exportateurs doivent donc accepter des baisses de prix, probablement en raison du mix dollar faible/droits de douane élevés sur les exportations vers les Etats-Unis. Actuellement, les données d'activité et des enquêtes sont plutôt bonnes et révèlent une légère croissance du PIB d'environ 0,1% au 3^e trimestre. Rome n'exploite donc pas pleinement sa croissance potentielle, ce qui, associé à une inflation sous 2%, met en évidence une politique monétaire de la BCE actuellement trop restrictive pour l'Italie.

Espagne

La pression des prix s'accroît encore

Après un repli passager en mai, à 2%, objectif de la BCE, l'inflation globale espagnole a de nouveau accéléré en août, atteignant 2,7%. L'inflation sous-jacente a enregistré une hausse similaire et s'inscrit à 2,4% en août. La progression de l'inflation globale est surtout le fait des prix de l'énergie en hausse, tout comme ceux des carburants. Hypothèse supplémentaire évidente : la forte demande dans le secteur du tourisme a exercé une certaine pression haussière sur les prix. Les chiffres du tourisme pour 2025 suggèrent une nouvelle année record. Ainsi, l'inflation dans les régions touristiques majeures comme les îles Baléares ou Valence affiche une inflation bien supérieure à la moyenne nationale. La composante « hôtellerie-restauration » de l'inflation, typiquement l'expression du secteur touristique, a contribué de manière surdimensionnée à la hausse du mois d'août. La croissance économique toujours solide devrait continuer à exercer une pression haussière sur les prix dans l'UEM. Partant, nous prévoyons que le renchérissement annuel restera supérieur à 2% pour le reste de l'année. Ce n'est que début 2026 que nous prévoyons un retour sous la cible.

Suisse

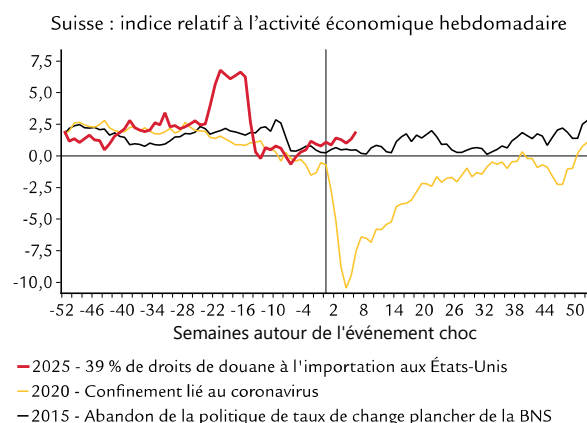
La hausse des salaires réels amortit le repli à l'export

Aucun succès dans les négociations n'a été signé sur le front douanier. Partant, pour nos prévisions, nous maintenons l'hypothèse d'une place industrielle suisse toujours impactée par l'écart douanier par rapport à la concurrence européenne ou japonaise. Ces prochains trimestres, les marques du marteau douanier vont émerger dans le PIB de la Suisse sous forme de repli des exportations vers les Etats-Unis. Les biens durables, comme les montres, ont déjà été expédiés en amont par bateau pour éviter les droits de douane frappant ce marché. Un net recul des exportations est déjà visible dans les données des échanges commerciaux du mois d'août. Le secteur privé, agile, sonde en outre les possibilités de déplacement de la production, ce qui limite la croissance potentielle si l'inégalité de traitement de l'industrie suisse comparée à ses concurrents persiste. Il en résulte un assombrissement du marché du travail. Selon une enquête du KOF de l'EPF de Zurich, les entreprises industrielles ont déjà largement revu à la baisse en août leurs projets d'achats de produits intermédiaires.

L'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du SECO, reflet de la situation de l'économie dans son ensemble, s'étend jusqu'à la première semaine de septembre et signale jusqu'à présent une poursuite de la croissance. La conjoncture domestique est portée par une hausse des salaires réels d'environ 2% par rapport à 2024. Le secteur de la construction continue de profiter d'une politique monétaire expansionniste de la part de la Banque nationale suisse.

Fort recul des prix à la production

Le ralentissement sur le front de l'emploi atténue la pression inflationniste à moyen terme. Actuellement, la baisse des prix à l'importation et de l'énergie a un effet déflationniste sur les producteurs. Jusqu'en août 2025, l'indice des prix à la production et à l'importation cède 1,8% par rapport à l'année précédente.



Royaume-Uni

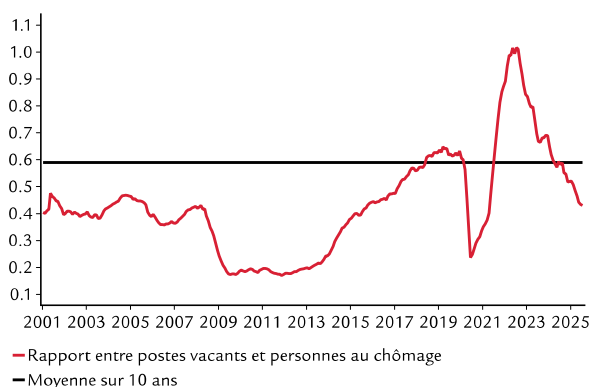
La croissance ralentit

Après une croissance plus solide que prévu au 2^e trimestre, l'économie britannique a quelque peu ralenti au début du troisième, comme attendu. La croissance mensuelle du PIB en juillet stagne, mais le mois précédent avait marqué une forte progression. Dans le détail, le tertiaire gagne un peu de terrain, alors que la production industrielle recule. Les ventes au détail ont également progressé en juillet. Le mois d'août a aussi connu une solide demande des ménages. En revanche, le marché de l'emploi ralentit lentement, mais constamment. Cette faiblesse ne semble pourtant pas (encore) peser sur la consommation des ménages. Toutefois, le moral de ces derniers marque un recul en septembre. Les indicateurs avancés comme les PMI signalent une conjoncture plutôt robuste pour le reste du trimestre, même si l'essor va légèrement ralentir. Le PMI de l'ensemble de l'économie a certes signé une belle performance à précisément 51 points, mais il recule nettement par rapport au sommet d'août.

Repli de la pression salariale, lueur d'espoir pour la BoE

L'inflation est restée tenace en août et stagne à 3,8%. L'essoufflement du marché du travail, notamment le ralentissement de la hausse des coûts salariaux, devrait être un des rares motifs d'espoir de recul de l'inflation pour la Banque d'Angleterre (BoE). Et ce en particulier car elle ne table pas sur une dégradation rapide du marché de l'emploi. Toutefois, le nombre de postes vacants continue de reculer. Le ratio postes vacants/nombre de personnes au chômage, un indicateur clé pour la BoE, est donc actuellement inférieur à la moyenne sur plusieurs années et traduit un marché de l'emploi moins tendu. Cela devrait affaiblir la pression salariale et avec elle son homologue inflationniste au cours des prochains mois.

Royaume-Uni : ratio postes vacants/personnes au chômage



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 08/2025

Chine

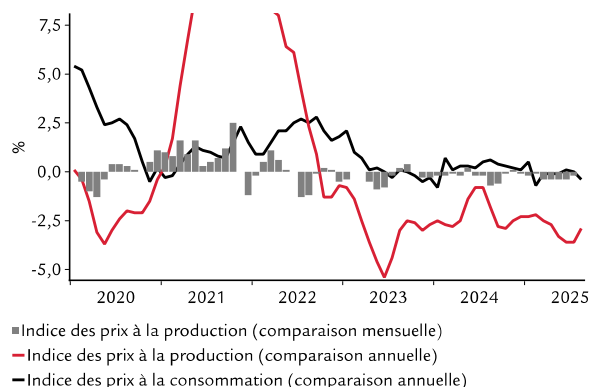
« Anti-involution » : providence ou fléau ?

Les derniers chiffres de la conjoncture chinoise sont en deçà des attentes. Outre la correction du secteur immobilier bien connue, la nouvelle campagne de l'exécutif pèse sur la dynamique économique. L'initiative dite « anti-involution » vise à endiguer les surcapacités et la concurrence délétaire dans les branches industrielles. L'objectif est de stopper la chute des prix et des marges des entreprises : depuis plus de 30 mois, les prix à la production sont en repli. Parmi les secteurs concernés figurent l'acier, la chimie, le ciment et des industries d'avenir comme les véhicules électriques, les batteries et l'énergie solaire. Les mesures prises jusqu'ici sont timides. Elles ne portent pas sur des baisses de production généralisées, mais sur l'expiration des subventions des gouvernements locaux et des règles plus strictes d'accès au marché. A court terme, cette campagne va ralentir les investissements dans le secteur industriel. Sur le moyen à long terme, elle pourrait toutefois favoriser des prix stables et aider à consolider les entreprises rentables. Dans l'ensemble, il s'agit d'une tentative prudente d'améliorer la durabilité de la croissance industrielle. Le secteur high tech en particulier, épine dorsale de la dynamique économique chinoise, devrait s'en trouver renforcé de façon pérenne.

Déflation durable dans les prix à la production

En août et pour la première fois en neuf mois, les prix à la production en comparaison mensuelle n'ont pas reculé. Une évolution qui reflète les premiers effets de la campagne citée plus haut, notamment dans des secteurs comme le charbon, la métallurgie, le solaire et la mobilité électrique. Comme les mesures restent toutefois timides et le niveau de production supérieur à la demande, il ne faut pas s'attendre à un net revirement de tendance ou à une trajectoire déflationniste des prix à court terme. Au plan mondial également, la Chine va contribuer à la baisse des prix des marchandises.

Chine : indicateurs d'inflation



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 08/2025

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.

4^e trimestre 2025

A retenir

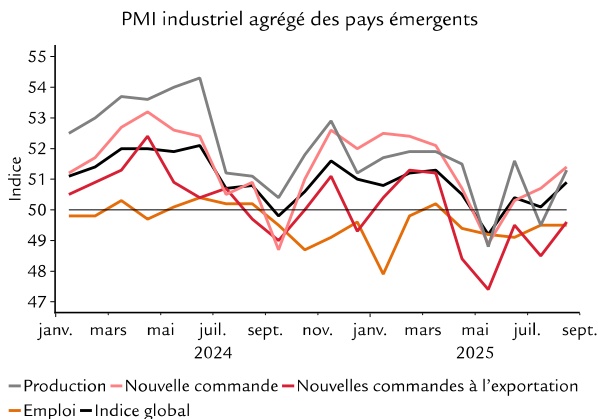
- Malgré les risques (géo)politiques, les pays émergents font preuve de résilience économique
- Chine : l'inversion de la tendance déflationniste se fait attendre
- Inde : les tensions avec Washington pourraient entraîner une réorientation géopolitique

En un chiffre

10

Le 10 novembre, la trêve douanière en vigueur entre les Etats-Unis et la Chine prendra fin. Actuellement, la taxe moyenne effective sur les produits chinois est d'environ 40%. Même si, pour l'heure, nous ne tablons pas sur une flambée des droits de douane, plusieurs thèmes économiques et géopolitiques sont susceptibles de peser sur un climat jusqu'ici conciliant – et notamment de servir de leviers stratégiques pour ménager des marges de négociation. Parmi ces thèmes figurent les restrictions du secteur technologique, les pratiques commerciales de Pékin ainsi que les importations chinoises de pétrole russe.

En un graphique

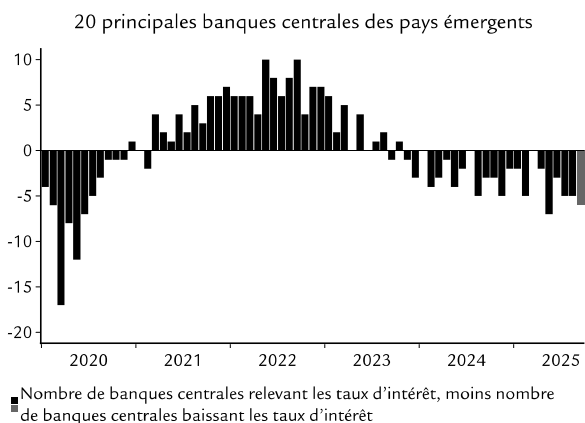


En août, plusieurs pays émergents ont conclu un accord commercial avec les Etats-Unis, offrant une meilleure visibilité aux entreprises. Cette évolution se traduit dans les indices des directeurs d'achat (PMI), qui pourraient avoir passé leur plus bas. Le PMI agrégé du secteur industriel des pays émergents a allègrement franchi la barre des 50 points en août, indiquant une expansion. Certes, une poignée de sous-indicateurs comme l'emploi et les commandes à l'exportation restent en deçà du seuil de croissance, mais les indicateurs illustrant la dynamique de l'économie intérieure se sont avérés robustes.

Expansion malgré les *tariffs*

Le 1^{er} août dernier, D. Trump a annoncé de nouvelles taxes à l'échelle mondiale, entrées en vigueur le 7 août. Pour de nombreux pays émergents, le bilan est moins mauvais que prévu. Des nations comme la Corée du Sud, le Vietnam, l'Indonésie, les Philippines, la Malaisie et la Thaïlande ont mené de fructueuses négociations avec Washington et conclu de nouveaux accords commerciaux. Si ces derniers ne sont pas la panacée (les taxes en sus devraient pénaliser les exportations et les concessions sont majoritairement unilatérales), ils ont entraîné une nette réduction des pourcentages brandis comme une menace le 2 avril. A l'avenir, de nombreux pays émergents seront confrontés à des droits de douane évoluant principalement entre 10% et 20% – un poids que les économies concernées pourront en principe supporter. Le cadre douanier désormais fixé donne de la visibilité aux entreprises, ce qui se reflète déjà dans les dernières enquêtes auprès d'elles (voir En un graphique). Ces sondages révèlent également que le ralentissement de la demande américaine se trouve en regard d'une solide conjoncture intérieure. Le repli de l'inflation est un élément clé, car il renforce le pouvoir d'achat et soutient la consommation. Les conditions-cadres externes restent celles d'un environnement de prix modérés. En effet, de nombreuses devises de pays émergents se sont appréciées dans le cadre de la diversification par rapport au dollar américain. De plus, les importations chinoises avantageuses ont contribué à réduire la pression inflationniste. Les taux d'inflation stables octroient une plus grande marge de manœuvre en matière de politique monétaire. Dès la mi-2023, de nombreuses nations émergentes ont réduit leurs taux, la pression sur les prix refluant et la conjoncture ayant besoin de soutien.

Graphique 1 : dès 2023, les banques centrales des pays émergents ont entamé un cycle de baisses

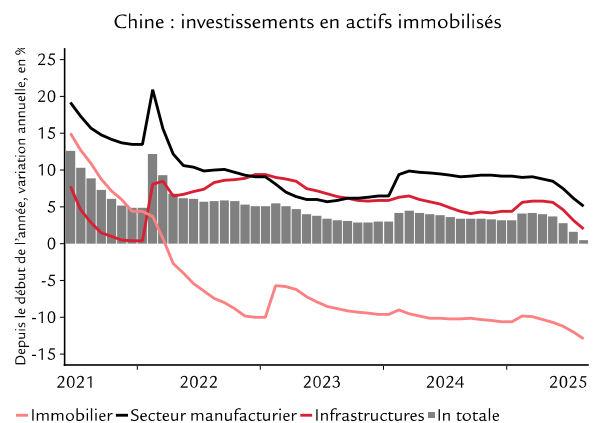


Ces baisses de taux produisent désormais leur effet : l'investissement et la consommation repartent de l'avant et les dernières données de PIB sont jusqu'ici toutes positives. Sur le front politique en revanche, la situation reste agitée dans les pays émergents. Au Brésil, la condamnation de l'ex-président Jair Bolsonaro à 27 ans et 3 mois de prison est certes une preuve de l'indépendance de la justice auroverd ; mais cette décision pourrait entraîner un regain de tension avec Washington, qui a déjà frappé Brasilia de droits de douane de 50% pour des motifs purement politiques. En Indonésie, le limogeage de la ministre des finances – garante essentielle de la discipline budgétaire – sape la confiance des investisseurs, notamment eu égard au programme populiste de dépenses du président Prabowo Subianto. Actuellement, l'Inde se trouve sous la pression douanière américaine. Tandis que l'administration Trump a annoncé de nouvelles négociations, elle exige de l'Europe une taxe punitive de 100% sur les importations indiennes, en rétorsion à la poursuite des achats de pétrole russe par New Delhi. En parallèle, aucune issue ne se profile ni en Ukraine ni à Gaza.

La fin de la spirale déflationniste chinoise ?

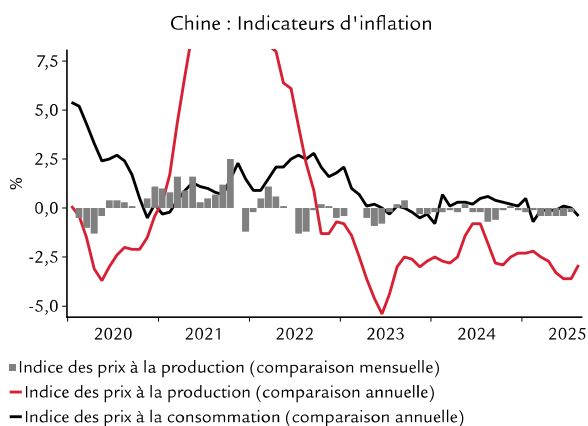
Depuis le début du second semestre, les données conjoncturelles chinoises déçoivent et sont plus faibles que prévu. Cela n'est toutefois pas dû aux exportations : ces dernières conservent, grâce à une base largement diversifiée, une étonnante robustesse. En août, elles ont augmenté de 4,4%, malgré les taxes américaines autour de 40%. Les principales causes du repli de la dynamique résident bien davantage dans la correction persistante du marché immobilier et dans une nouvelle initiative

Graphique 2 : la campagne chinoise anti-involution et le secteur immobilier freinent les investissements



de l'exécutif, la campagne « anti-involution ». Son objectif est d'endiguer les surcapacités et la concurrence délétère dans les branches industrielles, pour stopper la chute des prix et des marges des entreprises. Depuis plus de 30 mois, les prix à la production sont en repli. Mais les mesures prises jusqu'ici sont timides : elles ne se concentrent pas sur des baisses de production généralisées, mais sur l'expiration des subventions des gouvernements locaux et sur des règles plus strictes d'accès au marché (qualité des produits, indicateurs financiers et standards de travail p. ex.). Parmi les secteurs concernés figurent l'acier, la chimie, le ciment et des industries d'avenir comme les véhicules électriques, les batteries et l'énergie solaire. A court terme, la campagne pèse sur l'activité d'investissement dans l'industrie manufacturière. Sur le moyen à long terme, elle pourrait toutefois favoriser des prix stables et aider à consolider les entreprises rentables. Ses premiers effets sont déjà visibles : en août, pour la première fois en neuf mois, les prix à la production en comparaison mensuelle n'ont pas reculé. Dans l'ensemble, il s'agit d'une tentative prudente d'améliorer la durabilité de la croissance industrielle. Le secteur high tech en particulier, épine dorsale de la dynamique économique chinoise, affiche toujours d'impressionnants taux de croissance. Les mesures actuelles devraient encore renforcer ce secteur. Mais elles restent timides, et avec un niveau de production supérieur à la demande, il ne faut pas s'attendre à un net revirement de tendance ou à une trajectoire déflationniste des prix à court terme. Sur le plan mondial également, la Chine va contribuer à la baisse des prix des marchandises.

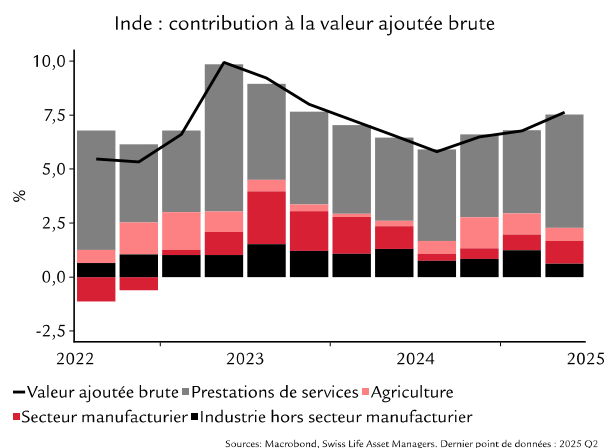
Graphique 3 : la déflation chinoise dans les prix à la production recule légèrement



Réorientation géopolitique pour l'Inde ?

L'Inde s'affirme toujours comme l'économie qui croît le plus vite au monde. Au 2^e trimestre, son PIB a progressé de 7,8% et ainsi allègrement dépassé la prévision du consensus de 6,8%. Le secteur tertiaire vigoureux, qui souligne l'orientation structurelle de l'économie indienne, en demeure le principal moteur. L'industrie donne certes quelques premières impulsions, mais sa contribution à la croissance reste limitée. L'espoir que l'Inde gagne en importance comme site de production alternatif dans le cadre de la stratégie Chine+1, et vive ainsi un essor industriel, reste jusqu'ici freiné par des obstacles réglementaires. Les récentes taxes douanières américaines de 50% sur les importations indiennes ont aggravé la situation, surtout par rapport à des concurrents comme le Bangladesh ou le Vietnam qui jouissent de meilleures conditions commerciales. Outre des conséquences économiques, la dégradation des relations avec Washington recèle également des risques géopolitiques. La première rencontre bilatérale en sept ans entre le Premier ministre Narendra Modi et le président Xi Jinping témoigne d'un possible rapprochement avec la Chine. S'il devait se concrétiser, de nouveaux investissements chinois pourraient renforcer l'industrie indienne et, à moyen terme, amortir l'impact des taxes américaines. Par conséquent, les perspectives économiques de l'Inde restent positives à moyen terme. Toutefois, sur le plan géopolitique, il existe le risque que la plus grande démocratie au monde se distancie de l'Occident et se tourne vers des Etats plus autoritaires.

Graphique 4 : l'économie indienne reste principalement portée par le secteur tertiaire



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.

Octobre 2025

Taux d'intérêt et obligations

Le crédit profite de la baisse de taux de la Fed

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Sept. 2025*	Year-to-date*	Actuel	Sept. 2025*	Year-to-date*
US	4,1%	-8 pb	-42 pb	74 pb	-5 pb	-6 pb
Zone euro	2,7%	3 pb	39 pb	78 pb	-6 pb	-24 pb
UK	4,7%	-3 pb	13 pb	85 pb	-8 pb	-11 pb
CH	0,2%	-8 pb	-8 pb	76 pb	3 pb	7 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 25 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Après la baisse de taux directeur du 17 septembre, les rendements des T-Bonds ont reculé sur toute la courbe. Comme des taux plus faibles profitent aux actifs risqués, les écarts de crédit se sont resserrés. Les *tariffs* devraient alimenter l'inflation américaine les mois prochains, mais temporairement.
- Nous attendons toujours des baisses de taux directeurs en octobre et décembre 2025, ainsi que deux autres en 2026, amenant le taux cible de la Fed à 3,00% (limite inférieure).

Zone euro

- En septembre, resserrement des écarts de crédit de ce côté de l'Atlantique aussi. Hausse du rendement des Bunds à 10 ans. Le spread de la dette française à 10 ans vs l'allemand se creuse et tutoie l'italien.
- En Europe, l'inflation totale est au niveau cible et ne bouge guère. Selon nous, il n'y aura pas d'autres baisses de taux en 2025 ni en 2026.

Royaume-Uni

- Les écarts IG se sont resserrés en septembre, dans le sillage des marchés du crédit américain et de l'UEM. Le rendement des gilts à 10 ans est en léger repli.
- Concernant la BoE, nous prévoyons une baisse des taux supplémentaire en 2025 et deux en 2026.

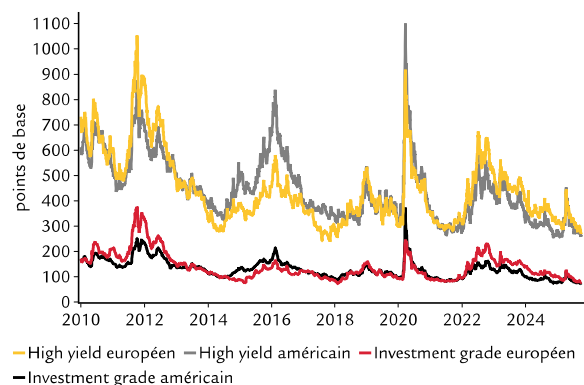
Suisse

- Ecart IG stables, tandis que le rendement des emprunts de la Confédération à 10 ans recule.
- Comme prévu, la BNS a laissé son taux directeur inchangé en septembre, et devrait tenir cette ligne en 2025 et en 2026.

Bon soutien technique, mais valorisations élevées

Les écarts de crédit Investment Grade (IG) et High Yield (HY) en EUR et en USD demeurent tendus. Les niveaux sont presque aussi bas qu'avant les hausses de taux post-covid par la BCE et la Fed en 2022. Actuellement, la classe d'actifs profite d'une faible probabilité de récession à 1 an (25% dans l'UEM et 30% pour les Etats-Unis, source Bloomberg), de bilans solides et d'indicateurs de crédit satisfaisants. Les baisses de taux côté Fed contribuent aussi au contexte favorable au crédit, et les rendements globaux restent attractifs (environ 2,5% à 3% supérieurs aux niveaux de 2021). Avec en plus une durée bien moindre (vs avant 2022), la classe d'actifs pourrait même résister à une hausse des taux d'intérêt sans afficher de rendement total négatif. Par conséquent, le crédit n'a pas vécu de sorties de capitaux. Vu les fondamentaux et facteurs techniques solides, les valorisations de crédit restent élevées. Toutefois, certains risques pourraient induire une volatilité des écarts, plus probablement en HY qu'en IG. Côté fondamentaux, ils sont liés aux droits de douane, à la géopolitique ou à l'investissement dans l'IA. Côté technique, offre d'obligations plus élevée ou moindres flux entrants avec le repli des rendements globaux du crédit américain sont à surveiller. En somme, nous sommes neutres sur les écarts IG mais attendons un creusement côté HY en EUR et en USD. Côté durée, nous prévoyons un repli des rendements des T-Bonds, et une stabilité pour leurs homologues suisses et de l'UEM.

Obligations d'entreprises: écarts ajustés des options



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données: 25/09/2025

Actions

L'euphorie de l'IA

Marchés régionaux des actions	Sept. 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	2,9%	13,8%
Zone euro	1,7%	16,4%
Royaume-Uni	0,6%	16,2%
Suisse	-1,6%	5,9%
Marchés émergents	7,6%	28,1%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 25 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Euphorie autour de l'IA et première baisse par la Fed ont dopé les gains en septembre.
- Forte hausse des titres liés à l'IA : plus de 8% pour les Magnificent 7, 28% pour Tesla et 18% pour Alphabet. Oracle s'est envolé de 40% en une journée.
- Selon certaines mesures, la valorisation du marché est à un pic historique (p. ex. rapport prix/chiffre d'affaires) ou s'en approche (Shiller PE). Les titres de l'IA sont en pleine bulle, mais sans signe d'une soudaine fin de la fête.

Zone euro

- En septembre, les actions en Europe sous-performent les américaines, l'exposition à l'IA étant infime.
- Malgré le boom de l'IA, les titres de l'UEM surperforment légèrement le marché américain en 2025. +65% en 2025 pour les banques européennes et plus de +450% depuis 2020 : c'est plus que les titres IA et des Magnificent 7. Ce marché est désormais également valorisé au-delà des moyennes historiques.

Royaume-Uni

- Les titres britanniques ont légèrement surperformé ceux de l'UEM.
- Ce marché profite toujours d'une faible valorisation, mais l'économie végète.

Suisse

- Léger repli du marché suisse en septembre en raison de la faible performance de poids lourds du SMI et du manque d'exposition à l'IA.
- A la date de rédaction, rien ne présageait de la réaction de la pharma à la date limite du 30 septembre quant à un plan américain de baisse des prix des médicaments.

Marchés émergents

- Les ME surperforment en septembre.
- Comme sur le marché américain, l'IA est un facteur clé. L'IT pèse 26% de l'indice et les actions chinoises du secteur (Baidu, Alibaba) signent +40% sur le mois.

Une tendance naissante sur les ME ?

Après des années de marasme, les actions des marchés émergents (ME) retrouvent des couleurs, surperforment les actions mondiales d'environ 10% (en USD) jusqu'ici en 2025. Le signe d'un retour durable ou d'un rebond sans lendemain ? Répondons en débutant par une analyse historique. Depuis 2007, ces titres n'ont pas connu de hausse de valeur (voir graphique). De 2007 à aujourd'hui, les actions américaines les surperforment d'environ 400% (en USD). Ces motifs peuvent l'expliquer : 1. Fin de forte phase haussière sur les ME en 2007. 2. Faible hausse du BPA à cause d'un fort effet de dilution (nouvelle émission répartissant les résultats sur plus d'actions), mais les résultats agrégés ont augmenté plus qu'aux Etats-Unis. 3. Les actions n'ont profité ni de taux d'intérêt nuls ni de politiques monétaires non conventionnelles. 4. Forte appréciation de l'USD face aux devises des ME en 15 ans.

Indice MSCI Emerging Markets Equities (USD)



Les perspectives actuelles pour les ME sont meilleures qu'il y a un an, pour plusieurs raisons. 1. Valorisation neutre et très faible vs les marchés développés (ratio P/E prévisionnel respectivement de 13 vs 20). 2. Les actions des ME, surtout les technologiques chinoises, sont très bien placées pour capter le boom de l'IA. 3. Nouvelle baisse prévue de l'USD, éventuellement des *tariffs*. 4. Les banques centrales peuvent réduire les taux. 5. Par le passé, les ME surperformaient quand la Fed assouplissait ses taux. Mais il y a des risques : 1. Les meilleurs titres de l'indice sont des technologiques en forte hausse. 2. L'économie chinoise est friable et l'euphorie de l'IA largement intégrée. 3. Les droits de douane peuvent faire des dégâts. 4. Les attentes de hausses des bénéfices montent, mais les révisions sont peu optimistes. Globalement toutefois, cette évolution représente plus qu'un rebond passager.

Devises

Des avis inchangés

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

* Variation au 25 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Une fois n'est pas coutume, l'USD affiche un visage contrasté en septembre. Alors qu'il poursuit sa baisse face à l'EUR et au CHF, il se raffermi vis-à-vis du JPY et de la GBP. La performance est également contrastée vis-à-vis des devises des marchés émergents.
- Nous maintenons notre prévision d'un USD faible, la confiance du marché n'étant pas restaurée. Nous prévoyons plus de baisses de taux directeur par la Fed que les marchés ces prochains mois.

Zone euro

- Alors que l'EUR progresse face à l'USD et à la GBP en septembre, porté par une BCE plutôt restrictive, il recule légèrement face aux autres devises du continent comme le CHF et la NOK.
- Nous réitérons notre avis positif sur la paire EUR/USD et neutre sur la paire EUR/CHF.

Royaume-Uni

- Après une solide performance en août, la paire GBP/USD a de nouveau cédé du terrain en septembre, l'inflation sous-jacente reculant légèrement après la bonne surprise en août.
- Nous réitérons notre avis neutre sur la paire EUR/GBP, et positif sur la paire GBP/USD.

Suisse

- Même sans bonnes nouvelles du front douanier, le CHF s'apprécie légèrement face à l'EUR. Comme prévu, la BNS a laissé son taux directeur inchangé en septembre et n'a pas donné de nouvel élan côté change.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF et sommes négatifs sur la paire USD/CHF.

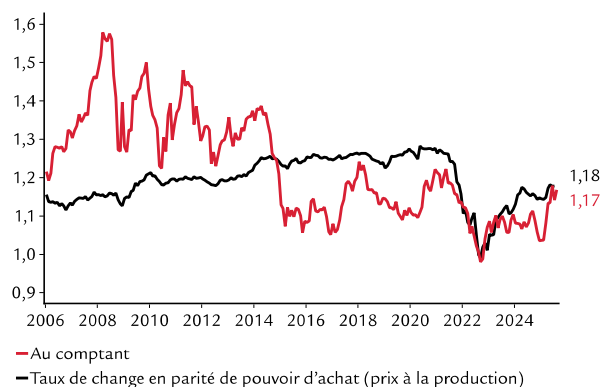
Japon

- A l'heure où nous rédigeons, le JPY cède plus de 1% en septembre, pondéré des échanges.
- Dans la logique de notre prévision d'un USD plus faible, la paire USD/JPY devrait toutefois reculer jusqu'en fin d'année.

Fin de la surévaluation USD/EUR

Parmi les griefs de D. Trump et de S. Miran, son éminence grise économique, exprimés en début d'année figurait la surévaluation de l'USD de par son statut de monnaie de réserve mondiale. Stephen Miran avait formulé diverses propositions hasardeuses sous le vocable « accord de Mar-A-Lago » pour traiter le problème. Les discussions sur l'accord au sein des marchés financiers et les mesures politiques controversées de l'administration Trump ont suffi à déclencher une crise de confiance dont l'USD a largement souffert depuis janvier 2025. Ironie du sort, l'administration a ainsi atteint son but de se défaire de la surévaluation, qui était en effet un problème. Un moyen de mesurer la valorisation d'une devise est de comparer un même panier de biens entre deux économies et de calculer le taux de change qui donne le même prix pour ce panier. D'après Bloomberg (voir graphique), le taux de parité de pouvoir d'achat (PPA) pour la paire EUR/USD est de 1,18, en se basant sur les prix à la production. En mesurant par les prix à la consommation, le PPA est de 1,20. Nous privilégions les prix à la production, car c'est un meilleur indicateur de la compétitivité internationale des entreprises. Après la hausse de la paire EUR/USD, l'argument de la valorisation – par ailleurs un facteur de change à moyen-long terme uniquement – ne porte plus. Cela dit, d'autres indices penchent en faveur d'un USD toujours faible. Outre la crise de confiance qui, selon nous, va durer du fait de la pression politique constante sur la Fed, l'avantage de rendement qui se délite est le facteur clé de prévision d'une paire EUR/USD plus élevée jusqu'en fin d'année.

Taux de change EUR/USD en fin de mois



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

Allocation d'actifs

La Fed fait souffler un vent favorable

Synthèse

- En septembre, les marchés actions du monde entier ont bondi, porté par de solides résultats des entreprises et une baisse de 25 pb par la Fed, signe d'un potentiel cycle. Les actions des marchés émergents signent également une belle performance. A l'inverse, les titres suisses ont peiné, affichant des rendements négatifs en raison du franc fort et de l'incertitude douanière.
- Recul des rendements des T-Bonds, portés par la baisse du taux directeur de la Fed. Rendements obligataires souverains suisses également en recul ; ceux des Bunds sont plutôt stables.
- Les écarts sur dette d'entreprise se tendent encore et sont historiquement serrés, signe d'une forte demande et de fondamentaux solides.
- Pondéré des échanges, l'USD s'est déprécié en première quinzaine de septembre avant de rebondir en fin de mois.

Allocation d'actifs : avis actuels

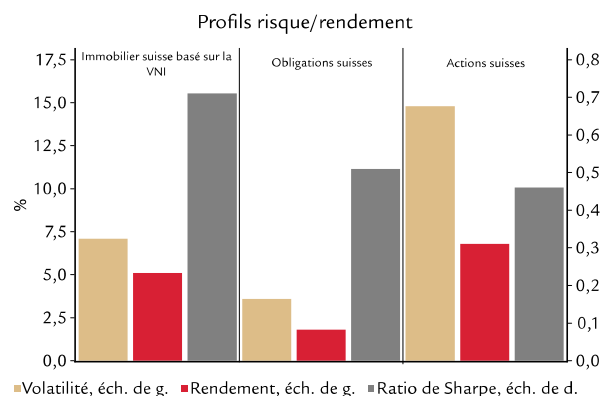
Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	neutre
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Actions mondiales	surpondération

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

- Perspectives de solides résultats et conditions monétaires favorables : nous restons surpondérés sur les actions. Au sein de la classe d'actifs, nous privilégions toujours les marchés émergents en plus des titres américains.
- Nous restons neutres à légèrement surpondérés sur la dette souveraine. Nous préférons l'exposition américaine à l'européenne, la dynamique du rendement obligataire et la politique monétaire étant meilleures outre-Atlantique.
- Les écarts de crédit restent proches de niveaux historiquement tendus. Bien que les rendements globaux soient élevés, nous privilégions toujours la dette souveraine à celle d'entreprise. Le profil risque/rendement du crédit demeure asymétrique, offrant peu de potentiel de hausse en regard de celui de baisse. En revanche, les gains potentiels des actions sont plus attractifs. Nous restons sous-pondérés sur le crédit.
- Nous restons prudents sur l'USD, notamment du point de vue du CHF (voir la section devises de cette publication).

Placements alternatifs et l'immobilier : un plaidoyer

Dans le paysage actuel de l'allocation d'actifs, l'exposition aux produits alternatifs et aux actifs réels progresse constamment. Valorisations élevées, rendements prévisionnels incertains et corrélations changeantes secouent les marchés actions et obligataires classiques. Les acteurs cherchent donc de nouvelles sources de rendement et de diversification. Des alternatives comme le private equity et les hedge funds promettent de meilleurs rendements et un accès à des opportunités en angle mort des bourses. Infrastructure, immobilier, matières premières et métaux fins : autant d'actifs réels susceptibles de se couvrir contre l'inflation. Les deux premiers peuvent également livrer des flux de trésorerie stables à long terme. Dans ce contexte, les fonds immobiliers suisses basés sur la VNI (valeur nette d'inventaire) sont un segment très attractif. Ses atouts ? Mécanismes de valorisation transparents, volatilité relativement faible et flux de revenus constants, avec locataires de haute qualité et baux à long terme. Forte demande institutionnelle, offre aux emplacements « prime » limitée et environnement macroéconomique stable profitent au marché suisse. C'est une ancre résiliente des portefeuilles diversifiés. L'allocation en actifs réels s'aligne aussi sur les mégatendances structurelles : transformation numérique (infrastructure de données), transition énergétique (énergies renouvelables et matériaux critiques) et évolutions démographiques (santé et logement). Si l'illiquidité, la transparence des valorisations et l'accès peuvent constituer un défi, placements alternatifs et actifs réels (y c. immobilier suisse basé sur la VNI) sont davantage prisés pour constituer un portefeuille plus résilient et tourné vers l'avenir.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers, KGAST Immo monthly, SBI AAA-BBB TR, SPI TR, 29.12.2006 – 31.08.2025. Pour les biens immobiliers suisses basés sur la VNI, la volatilité est calculée sur la base d'une série chronologique non lissée afin de mieux refléter le niveau de risque réel.

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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.