

Octobre 2026

A retenir

- Etats-Unis : bons chiffres économiques et inflation durablement élevée ouvrent la voie aux hausses de taux p. 2
- Allemagne : amélioration des perspectives dans la plupart des secteurs p. 3
- France : les incendies ont impacté la croissance du PIB et les prix des denrées alimentaires p. 3
- Suisse : après le record, une croissance trimestrielle négative p. 4
- Royaume-Uni : un solide début de troisième trimestre grâce aux investissements dans l'IA p. 5
- Chine : la croissance devrait se consolider en fin d'année, mais cela accroît la demande en pétrole 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	2,2% ↑	2,1% ↓	2,1% ↑	2,1% ↓	3,4% ↑	3,3%	2,3%	2,3%
Zone euro	0,9% ↑	1,0% ↑	1,2%	1,3% ↑	2,9% ↑	2,9% ↑	2,0% ↑	2,5% ↑
Allemagne	1,0%	1,1% ↑	1,3%	1,2% ↑	2,7%	2,7%	2,1% ↑	2,5% ↑
France	0,5% ↓	0,5% ↓	1,2%	0,8% ↓	2,1% ↑	2,2% ↑	1,5% ↓	1,9% ↑
Italie	0,9%	0,8% ↑	0,8%	0,7%	2,8% ↑	2,9% ↑	1,7% ↑	2,2% ↑
Espagne	2,4%	2,5%	1,8%	2,0% ↑	3,4% ↑	3,4% ↑	2,0% ↑	2,6% ↑
Royaume-Uni	1,2% ↑	1,2% ↑	1,0%	1,1% ↑	3,0%	3,1%	2,1%	2,8% ↑
Suisse	2,1% ↑	1,7% ↑	1,3% ↓	1,4% ↑	0,6% ↑	0,6% ↑	0,7% ↓	0,7%
Chine	4,5%	4,6%	4,7%	4,5%	0,9% ↑	0,9% ↓	1,1%	1,1%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 14 septembre 2026

Graphique du mois



Dans la zone euro, le ralentissement de la croissance redouté après l'éclatement de la guerre en Iran ne s'est pas produit. Grâce à la solidité de l'économie, le Citi Economic Surprise Index, qui mesure les surprises par rapport aux attentes du consensus, a atteint sa valeur la plus élevée depuis 2023. Outre une solide conjoncture intérieure, les impulsions fiscales croissantes en provenance d'Allemagne et du programme NextGenerationEU sont favorables, tandis que l'inflation, hors énergie, reste modérée. Les facteurs positifs ont donc plus que compensé les effets négatifs du conflit en Iran.

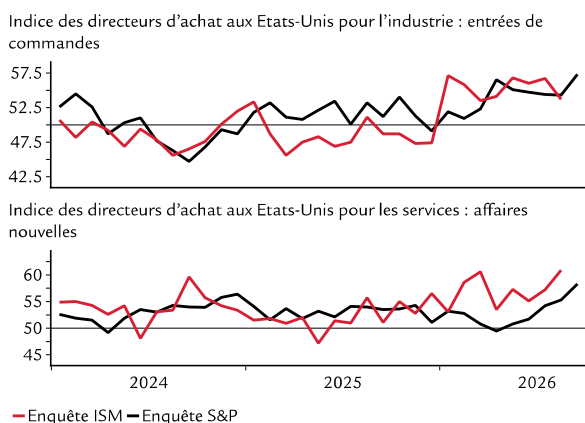
Etats-Unis

Le tertiaire progresse

Les dernières données économiques américaines étaient positives : les ventes au détail ont progressé bien plus que prévu en août. En termes réels, c'est-à-dire après correction des prix, le commerce en ligne se démarque particulièrement. Les indices des directeurs d'achat (PMI) confirment la dynamique positive du tertiaire (voir graphique ci-dessous), qui a su défier la morosité des ménages induite par la hausse des prix à la pompe. Le moral dans l'industrie américaine reste également positif, même si la forte croissance de la production enregistrée au printemps s'est fortement ralentie en été et a même baissé en août. En revanche, le marché du travail américain a livré une bonne surprise. Le taux de chômage est resté stable en août à 4,1%, tandis que la croissance de l'emploi a nettement rebondi après une phase d'affaiblissement au début de l'été, à l'exception des secteurs de l'informatique et de la finance.

Gros plan sur les risques inflationnistes

La récente dynamique en progression nous a poussés à réviser à la hausse la croissance du PIB en 2026 et 2027, et a incité la Fed à s'attaquer à une inflation toujours trop élevée. En août, l'inflation est restée inchangée à 3,4%, comme le marché et nous-mêmes l'avions prévu. Toutefois, les moteurs étaient défavorables. Les prix des services (hors logement) ont de nouveau augmenté après une phase de repli en milieu d'année, ce qui, au vu de la solide consommation privée, traduit une capacité intacte des prestataires à augmenter les prix. Ainsi, face à la situation toujours précaire au Proche-Orient, les risques d'effets de second tour plus importants sur l'inflation augmentent, contrairement à nos prévisions actuelles. Mais les preuves ne sont pas encore assez solides pour nous amener à réviser notre prévision d'inflation en 2027, d'autant que nous tablons toujours sur une désescalade du conflit et une baisse des prix du pétrole en 2027.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 09/26

Zone euro

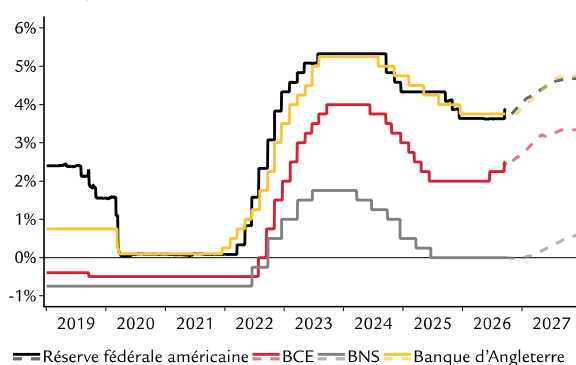
La BCE se concentre sur la conjoncture

Comme prévu, la Banque centrale européenne a de nouveau relevé son taux directeur de 25 points de base en septembre, réagissant ainsi à la pression inflationniste persistante. Les prévisions d'inflation des experts de la BCE n'ont guère changé par rapport aux projections de juin. Elles ne tablent toujours pas sur des effets de second tour notables, avis que nous partageons. Dans sa dernière communication, la BCE a toutefois mis davantage l'accent sur la reprise économique en cours en zone euro (voir Graphique du mois), qui, du point de vue de la banque centrale, pourrait exercer une pression inflationniste supplémentaire. Mais ce sont la durabilité et l'ampleur effectives de cette reprise qui seront décisives. Après sept hausses consécutives, l'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier est resté inchangé, tandis que l'indice des services a fortement progressé en septembre. La composante de l'emploi s'est certes un peu améliorée, mais n'indique jusqu'ici pas de forte croissance de l'emploi. La consommation des ménages reste donc contenue, avec une progression modérée au deuxième trimestre. Nous pensons qu'il en ira de même l'année prochaine.

Une nouvelle hausse des taux semble probable

L'inflation globale a continué d'augmenter en août, alors que la sous-jacente a légèrement reculé. A court terme, nous tablons toutefois sur une nouvelle hausse de l'inflation sous-jacente. Dans le même temps, les risques liés au Moyen-Orient restent élevés et pourraient temporairement accentuer la pression inflationniste. Compte tenu de la récente communication de la BCE, nous considérons comme élevée la probabilité d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt. Nous tablons donc sur une nouvelle hausse des taux de 25 points de base en décembre.

Taux directeurs d'une sélection de banques centrales et attentes du marché, sur la base des contrats à terme sur le marché monétaire



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 22.09.2026

Allemagne

Meilleures perspectives dans la plupart des secteurs

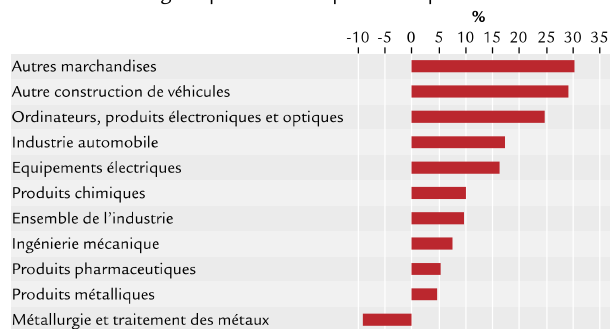
Après trois trimestres de croissance économique nettement positive, les indicateurs de confiance ont présenté un tableau favorable en septembre. L'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier a légèrement reculé depuis un niveau élevé, tandis que celui du secteur des services a nettement progressé. Parallèlement, les anticipations d'exportation se sont améliorées dans la plupart des branches industrielles, notamment la construction automobile et mécanique, qui ont souffert d'une demande atone et de difficultés structurelles ces dernières années (voir graphique).

Cet optimisme intervient alors que la reprise est déjà clairement visible dans les données, mais encore peu généralisée. L'évolution des derniers trimestres a été soutenue par plusieurs facteurs exceptionnels, comme la demande accrue en exportations en provenance de la zone euro ou la hausse des dépenses publiques dans la défense et les infrastructures. En revanche, la consommation, les investissements des entreprises et le marché du travail sont jusqu'ici restés relativement modérés. Notons que les prévisions se sont également améliorées dans des secteurs qui n'ont jusqu'ici que peu contribué à la reprise. Les entreprises partent donc du principe que la reprise conjoncturelle va se poursuivre, s'étendre à d'autres secteurs et évoluer vers un essor cyclique durable. L'avis positif des entreprises plaide donc davantage en faveur d'une poursuite de l'essor modéré que d'un nouveau ralentissement de la croissance.

Le rabais à la pompe réduit le renchérissement

Le renchérissement reste principalement déterminé par la composante énergétique. Après la nette hausse des prix des carburants, le rabais à la pompe décidé en septembre devrait faire baisser l'inflation de 0,2 à 0,3 point de pourcentage. L'effet est toutefois provisoirement fixé à deux mois et ne modifie donc guère la pression sur les prix à moyen terme, qui reste fortement tributaire des prix de l'énergie.

Allemagne : prévisions ifo pour les exportations



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

France

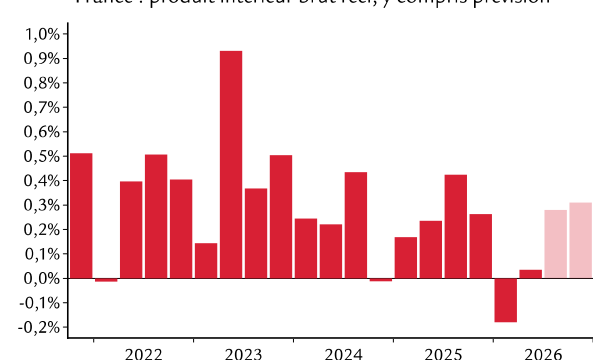
Impact des incendies sur les données économiques

Après une croissance négative au premier trimestre, les résultats du deuxième trimestre sont également décevants. L'économie française a stagné cet été, notamment en raison des immenses incendies de forêt et d'une baisse de la demande due aux épisodes de canicule. Le bilan du premier semestre est donc mauvais. Les données des enquêtes sur le moral des entreprises de l'industrie cyclique sont stables, ce qui nous laisse penser que le fléchissement de la croissance n'est pas dû à une faiblesse conjoncturelle. On peut donc s'attendre à des effets de rattrapage pour le second semestre (voir graphique ci-dessous). Nos hypothèses sur cette reprise sont plus optimistes que celles de la Banque de France par exemple. L'évolution défavorable sur le marché financier n'est toutefois pas reflétée dans le moral toujours solide des entreprises : la prime de risque exigée par les investisseurs sur les emprunts d'Etat français est à son plus haut niveau depuis juillet 2012. Une situation qui pèse aussi sur les coûts de financement du secteur privé et sur le marché immobilier et peut se traduire dans les chiffres du PIB par une baisse de l'activité d'investissement.

Hausse des prix des denrées alimentaires

Dans notre scénario de référence jusqu'à fin 2027, le taux de croissance prévu reste inférieur au potentiel à long terme de l'économie française. Hormis la hausse des prix de l'énergie, aucune pression inflationniste majeure ne devrait se manifester. Ainsi, on observe un ralentissement de la dynamique des prix pour la principale composante de l'indice « Loyers ». Si celle-ci affichait encore +2,4% en glissement annuel en début d'année, la hausse a récemment ralenti à 1,6%. D'autre part, les mauvaises récoltes ont fait grimper les prix des fruits et légumes en août.

France : produit intérieur brut réel, y compris prévision



■ Variation du PIB réel par rapport au trimestre précédent (en %)

Sources : Insee, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 2026 T2

Italie

Un budget expansif pour l'année électorale 2027 ?

Depuis le début de la guerre en Iran, notre prévision de croissance du PIB italien a toujours été de 0,8% ou 0,9% pour 2026. Nous avons donc toujours été plus optimistes que la prévision du consensus, qui est tombée à 0,5% en avril 2026 et n'a été que progressivement relevée depuis. Même le ministère italien des finances s'est longtemps montré prudent, avec une hypothèse de croissance de seulement 0,6%, bien que, selon son chef Giorgetti, une croissance de 0,8 à 1,0% soit désormais plus réaliste. Grâce aux meilleures hypothèses de croissance, l'exécutif se donne une marge budgétaire pour éventuellement inclure des mesures de relance dans le projet de budget 2027. Ainsi, le vice-premier ministre Salvini a récemment appelé à des dépenses supplémentaires de 20 milliards d'euros l'année prochaine. 2027 est une année électorale en Italie : le gouvernement se doit d'agir après avoir perdu en popularité durant l'année, probablement en raison de la forte inflation persistante. Mais le gouvernement Meloni peut d'ores et déjà s'enorgueillir d'un succès : depuis début septembre 2026, il détient le record du mandat le plus long depuis la fondation de la République italienne.

Espagne

Momentum solide mais en repli

Depuis début 2023, la croissance économique espagnole est nettement supérieure à celle de la zone euro. Nous pensons toutefois que le pic du taux de croissance a été atteint au deuxième trimestre de cette année et prévoyons un léger ralentissement de la dynamique de croissance au deuxième semestre. Le PMI du tertiaire a légèrement reculé en août, mais se situe toujours nettement en territoire positif. Le secteur industriel reste à la traîne. En août, le PMI de l'industrie manufacturière a glissé sous le seuil de croissance des 50 points. Le marché du travail a également profité de la forte croissance. Le taux de chômage est proche des plus bas historiques. La consommation privée devrait toutefois être modérée au deuxième semestre, la hausse des prix de l'énergie pesant sur le budget des ménages. L'inflation espagnole a encore nettement augmenté en août, s'établissant à 4,3%, soit bien au-dessus du niveau de la zone euro. En raison de la répercussion plus directe des prix de l'énergie sur les consommateurs, nous tablons également sur une normalisation plus rapide du taux d'inflation en Espagne l'année prochaine.

Suisse

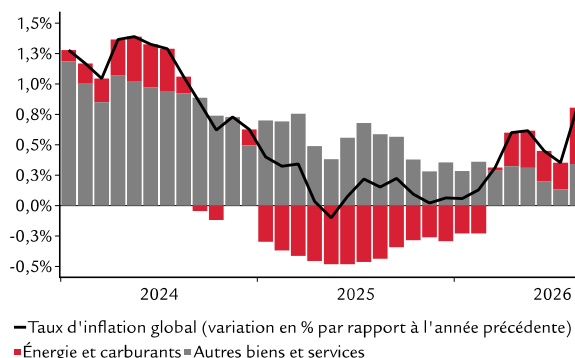
Après un record, une croissance trimestrielle négative

La forte croissance du PIB au deuxième trimestre de 1,5% par rapport au trimestre précédent est aux 2/3 due au cycle des stocks et aux fortes exportations de l'industrie chimique et pharmaceutique. Hormis les fortes fluctuations liées à la pandémie, il faut remonter au quatrième trimestre 1999 pour retrouver une croissance aussi forte dans l'histoire de l'économie suisse. A l'époque aussi, des facteurs exceptionnels comme les dépenses informatiques pour les préparatifs du passage à l'an 2000 avaient stimulé temporairement la croissance. Les données à haute fréquence du troisième trimestre et celles des exportations jusqu'en août laissent penser que la dynamique de croissance est déjà revenue à sa tendance à long terme. Ces données indiquent un taux de croissance négatif pour le troisième trimestre. Le gain du trimestre précédent n'étant pas entièrement affecté par ce mouvement inverse, les corrections des prévisions de croissance pour 2026 restent tout de même considérables. Une autre particularité de l'actuelle reprise cyclique est l'absence de reprise sur le marché de l'emploi. Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières stagne à 3,1% depuis quatre mois. Sur les douze derniers mois, le nombre de demandeurs d'emploi a augmenté plus que celui des postes vacants.

Petit poids, grand impact

En Suisse également, les prix des carburants ont atteint un niveau record. Le prix du diesel à la pompe a augmenté de plus de 30% depuis le début de l'année. Cette évolution est prise en compte dans l'indice suisse des prix à la consommation (IPC). La hausse du renchérissement annuel reste largement portée par les prix de l'énergie. La catégorie «Énergie et carburants» pèse seulement 5,1% dans le panier de l'IPC. Elle a pourtant contribué à hauteur de 0,46 point de pourcentage au renchérissement annuel de 0,8%.

Suisse : L'indice des prix à la consommation et la contribution de la composante « énergie » à l'inflation annuelle



Sources : OFS, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : août 2026

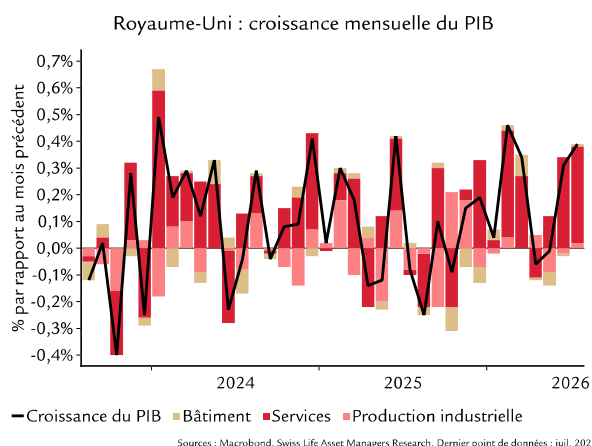
Royaume-Uni

L'impact de l'IA toujours plus sensible

L'économie britannique continue de surprendre positivement. En juillet, le PIB mensuel a progressé de 0,4% par rapport à juin, dépassant nettement les prévisions. Cela augure d'un début de troisième trimestre solide. Élément particulièrement réjouissant : la dynamique de croissance repose sur une large base. La production de l'industrie manufacturière a augmenté de 0,9% par rapport au mois précédent, atteignant son plus haut niveau depuis trois ans. L'institut britannique de statistique a mis en avant comme principaux moteurs de la croissance les produits liés à l'IA et la production de biens TIC, ainsi que les investissements dans le cloud computing. Cela indique que l'économie britannique profite déjà sensiblement des impulsions mondiales d'investissement liées à l'intelligence artificielle. Avec une croissance de 0,4%, le secteur tertiaire a également fortement contribué à l'expansion économique. Au vu de cette évolution réjouissante, nous avons légèrement relevé notre prévision de croissance pour l'année en cours, à 1,2%. En revanche, le marché du travail reste moins dynamique. Le taux de chômage stagne à 4,9%, tandis que le nombre d'actifs sur les listes de salaires a continué de baisser.

La Banque d'Angleterre devrait bientôt agir

Comme prévu, l'inflation a augmenté à 3,1% en août. La composante énergétique en est la principale cause, les prix des carburants ayant à nouveau nettement augmenté. En revanche, l'évolution de l'inflation sous-jacente est positive, inchangée à 2,6%, signe toujours d'effets de second tour limités. Comme prévu, la Banque d'Angleterre a laissé son taux directeur inchangé en septembre. Selon nous, elle aura toutefois de plus en plus de mal à ignorer la pression inflationniste croissante. C'est pourquoi nous tablons sur une hausse des taux de 25 points de base en décembre.



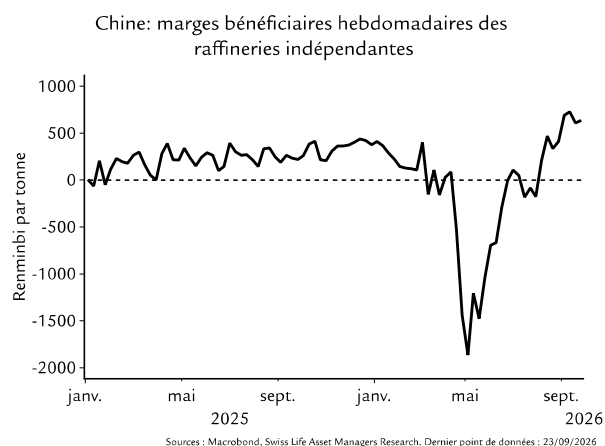
Chine

L'effet tampon sur le marché pétrolier s'estompe

L'économie chinoise reste à deux vitesses : si l'industrie de haute technologie et les exportations profitent du boom mondial de l'IA et de la modernisation technologique soutenue par l'Etat, la consommation et le secteur immobilier restent faibles. La baisse des prix de l'immobilier et une activité de construction durablement timide continuent de peser sur la demande intérieure. L'économie devrait rester divisée, même si la dynamique de croissance devrait reposer sur une plus large base en fin d'année. La récente nette hausse des marges des raffineries (voir graphique) plaide en faveur de la reprise de l'activité de raffinage. L'assouplissement des restrictions chinoises à l'exportation de produits pétroliers raffinés et la forte hausse des prix des carburants à l'échelle mondiale y contribuent, rendant la production plus attrayante. En parallèle, le gouvernement devrait accélérer la mise en œuvre des mesures budgétaires déjà décidées. Au vu de la faiblesse de l'activité d'investissement, il faut s'attendre à un soutien supplémentaire en faveur des projets d'infrastructures, des industries de haute technologie, des énergies renouvelables et d'autres secteurs stratégiques. Si cela soutient les perspectives de croissance de la Chine, l'impact sur le marché pétrolier est moins positif. Avec une reprise de l'activité de raffinage et des investissements, la demande de pétrole devrait à nouveau progresser modérément. La Chine continuerait ainsi de freiner le marché mondial du pétrole, mais dans une moindre mesure qu'au cours des derniers mois.

Faible répercussion des prix sur les consommateurs

En Chine, les prix à la production augmentent avec la hausse de ceux de l'énergie, atteignant 3,8% en août. Or, de nombreuses entreprises ne peuvent pas répercuter cette hausse des coûts à leurs clients car la demande reste modérée. L'inflation des prix à la consommation est donc toujours faible à 0,8%, signe d'une pression persistante sur les prix dans les activités de détail.



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, 122 Rue La Boétie, F-75008 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 2026

A retenir

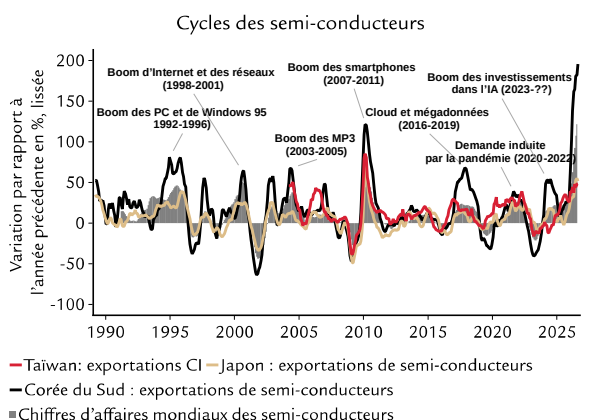
- Les pays émergents profitent de meilleurs fondamentaux et du boom durable des investissements dans l'IA
- La croissance chinoise devrait se consolider en fin d'année, mais accroît la demande en pétrole
- En Amérique latine, le virage politique à droite favorise les réformes mais comporte des risques institutionnels

En un chiffre

100

Les perturbations des oléoducs saoudiens et la demande accrue venue de Chine ont fait repasser le baril au-dessus de 100 dollars. Une nouvelle détérioration de la situation pourrait entraîner une autre hausse, avec des risques d'inflation pour l'économie mondiale. Mais sans ce scénario négatif, nous tablons sur un retour des prix sous les 100 dollars. Malgré les perturbations, l'offre physique reste solide, portée par une hausse des livraisons en provenance d'Etats non-membres du Golfe et des solutions de transport alternatives. La situation actuelle n'étant pas viable à long terme, nous tablons sur un rapprochement diplomatique et un relâchement de la pression sur les prix à moyen terme.

En un graphique



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 07/2026

Etant au cœur de la chaîne d'approvisionnement en hardware, les pays émergents profitent particulièrement du boom de l'IA. Toutefois, par le passé, les cycles des semi-conducteurs ont souvent duré juste deux ou trois ans. Il se peut donc que le cycle actuel se termine plus tôt que prévu. Mais divers facteurs plaident pour une durée plus longue. Les entreprises technologiques ont planifié leurs investissements en IA à long terme et ont conclu des contrats de livraison correspondants. Et la propagation de l'IA commence juste. Contrairement aux cycles technologiques précédents, nous n'observons encore aucun point de saturation, applications et besoins en puissance de calcul ne cessant de croître.

Pourquoi les pays émergents restent étonnamment robustes

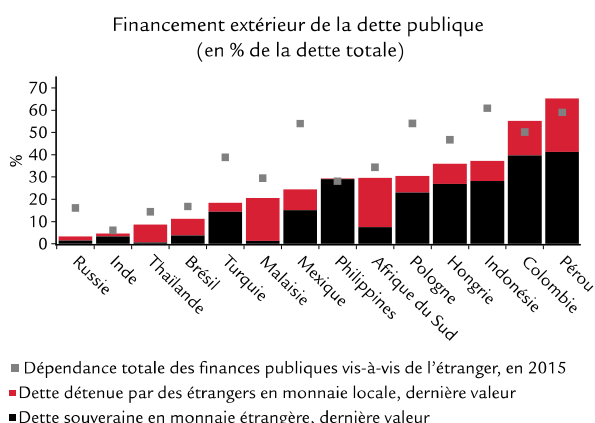
L'environnement actuel est loin d'être favorable aux pays émergents. Les perturbations durables du transport de pétrole par le détroit d'Ormuz font grimper les prix de l'énergie et la pression inflationniste. Dans le même temps, la Réserve fédérale américaine relève les taux d'intérêt, durcissant les conditions de financement mondiales. Dans le passé, cela a suscité des inquiétudes quant à des sorties de capitaux, dévaluations monétaires et problèmes de financement dans les pays fortement dépendants de l'étranger. Pourtant, les pays émergents se montrent remarquablement résistants. Les raisons sont ici structurelles et cycliques. La nette amélioration de la situation économique initiale est un facteur structurel essentiel. Primo, de nombreux pays émergents ont renforcé la crédibilité de leur politique monétaire ces dernières années. Cela s'est particulièrement illustré lors de la poussée inflationniste qui a suivi la pandémie, quand de nombreuses banques centrales ont réagi plus tôt et de manière plus déterminée que leurs homologues des pays industrialisés. De nombreux pays affichent donc aujourd'hui des taux d'intérêt réels positifs et peuvent axer davantage leur politique monétaire sur les conditions conjoncturelles nationales. Secundo, les balances courantes se sont nettement améliorées durant la dernière décennie, permettant de réduire la dépendance vis-à-vis du financement étranger. Tertio, l'endettement public moyen des pays émergents est inférieur à celui des pays industrialisés. En outre, la structure de la dette s'est renforcée suite à la nette réduction de la part de l'endettement en monnaies étrangères. Cela réduit la vulnérabilité aux sorties de capitaux, aux fluctuations de change et au durcissement des conditions financières mondiales. La

deuxième raison est de nature cyclique: l'essor du matériel lié à l'IA. Les pays émergents jouent un rôle décisif tout au long de la chaîne de valeur de l'IA. Au premier plan, Taïwan et la Corée du Sud, leaders mondiaux dans la production de puces logiques et mémoire pour lesquelles la demande est exceptionnellement forte. Mais la chaîne d'approvisionnement de l'IA va bien au-delà. Singapour, la Malaisie, le Vietnam et la Thaïlande jouent un rôle important dans la conception, l'assemblage, les tests et le conditionnement des semi-conducteurs. Hors d'Asie aussi, les effets se font nettement ressentir. Le Mexique est devenu un site majeur pour la production de serveurs et d'électronique. Le Chili et le Pérou fournissent une grande partie du cuivre nécessaire aux centres de données, réseaux électriques et semi-conducteurs. Même la Hongrie bénéficie de cet essor via la filiale de Foxconn Cloud Network Technology, qui produit des serveurs et des infrastructures cloud pour les centres de données d'IA. Le boom des investissements dans l'IA soutient donc certains leaders technologiques mais donne aussi des impulsions positives à un large groupe de pays émergents.

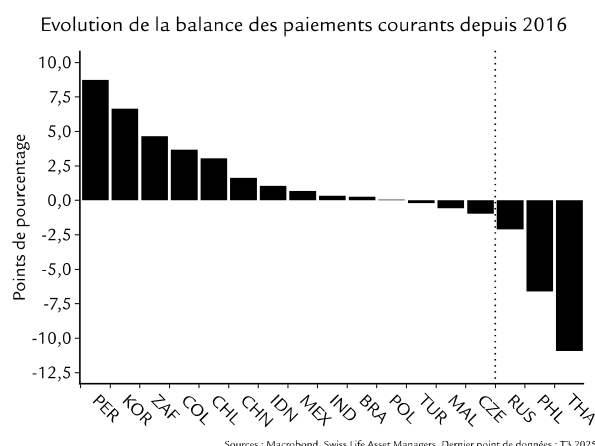
Chine : l'effet tampon sur le marché pétrolier mondial s'estompe

L'économie chinoise reste à deux vitesses. Si l'industrie de haute technologie et les exportations ont signé des taux de croissance à deux chiffres sur les huit premiers mois de l'année, la consommation privée et les investissements, hors secteurs d'avenir stratégiques, restent timides. La dynamique du secteur industriel est portée par le boom mondial de l'IA et par les efforts de la Chine pour renforcer l'autonomie technologique et promouvoir la modernisation industrielle. En re-

Graphique 1 : Dette émergente plus résiliente grâce à la moindre dépendance aux investisseurs étrangers

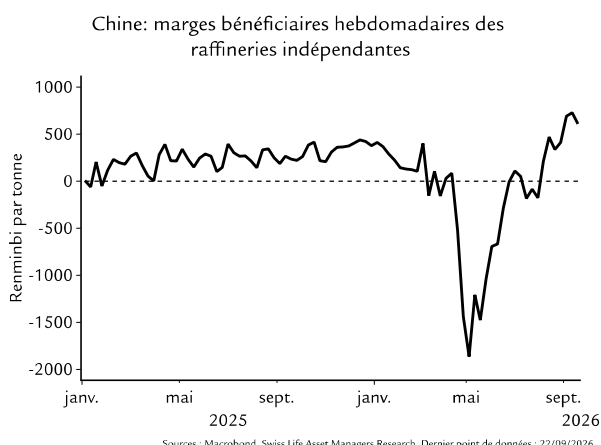


Graphique 2 : Les balances courantes se sont nettement améliorées ces dix dernières années



vanche, la crise immobilière persistante continue de peser sur la demande intérieure. Les prix de l'immobilier continuent de baisser, pesant sur la fortune des ménages, notamment en dehors des villes aisées de rang 1. Dans le même temps, l'activité de construction reste faible, l'important surplus de logements devant encore être absorbé. En outre, les turbulences sur les marchés de l'énergie causées par le conflit iranien ont affecté l'activité économique, en particulier dans le secteur du raffinage. L'économie devrait rester divisée, même si la dynamique de croissance devrait reposer sur une plus large base en fin d'année. La récente nette hausse des marges des raffineries (voir graphique) plaide en faveur d'une reprise de l'activité de raffinage. L'assouplissement des restrictions chinoises à l'exportation de produits pétroliers raffinés et la forte hausse des prix des carburants à l'échelle mondiale y contribuent, rendant la production plus attrayante. En parallèle, le gouvernement devrait accélérer la mise en œuvre des mesures budgétaires déjà décidées. Compte tenu de la faiblesse de l'investissement, cette aide devrait se concentrer principalement sur les projets d'infrastructures, l'industrie manufacturière de pointe, les énergies renouvelables et d'autres secteurs stratégiques. Si cela soutient les perspectives de croissance de la Chine, l'impact sur le marché pétrolier est moins positif. Ces derniers mois, la Chine a stabilisé les marchés mondiaux du pétrole en réduisant ses importations et en utilisant davantage ses stocks. Une reprise de l'activité de raffinage et de l'investissement devrait toutefois relancer un peu la demande de pétrole. La Chine continuera certes d'exercer un effet atténuateur sur le marché pétrolier, mais dans une moindre mesure qu'auparavant.

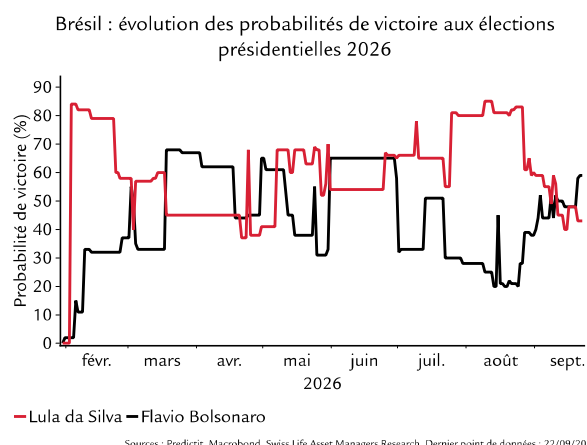
Graphique 3 : Les raffineries chinoises produisent plus grâce aux marges bénéficiaires en hausse



Amérique latine : le virage politique à droite se poursuit-il?

Le 4 octobre, le Brésil élit un nouveau président. Le duel entre le président sortant Luiz Inácio Lula da Silva et le sénateur de droite Flávio Bolsonaro est au centre de l'attention. Les sondages actuels indiquent un scrutin extrêmement serré. Le Brésil pourrait ainsi être le test décisif qui révélera si le virage politique à droite se poursuit en Amérique latine. En effet, la carte politique de la région a considérablement changé au cours des deux dernières années. Dans plusieurs pays, des candidats conservateurs ou de droite ont été élus, notamment en Colombie avec Abelardo de la Espriella et au Pérou avec Keiko Fujimori. L'un des principaux moteurs de cette évolution est l'incertitude croissante. Bien que l'Amérique latine ne représente qu'environ 8% de la population mondiale, elle est responsable d'environ un tiers de tous les homicides dans le monde. C'est pourquoi de nombreux électeurs ont perdu confiance dans les partis traditionnels. Les candidats qui promettent de lutter rigoureusement contre la criminalité suscitent une adhésion croissante. Pour l'économie, il en résulte un tableau contrasté. Point positif, beaucoup des nouveaux gouvernements misent sur des finances publiques saines et des réformes axées sur l'économie de marché. L'Argentine en est un exemple frappant : sous la présidence de Javier Milei, l'inflation a pu être nettement réduite. Parallèlement, il existe des risques. Des institutions affaiblies ou des principes de l'Etat de droit ébranlés peuvent compromettre la confiance des investisseurs et limiter le potentiel de croissance à long terme de la région.

Graphique 4 : Brésil : les sondages actuels indiquent un scrutin extrêmement serré



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

in

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, 122 Rue La Boétie, F-75008 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.

Octobre 2026

Taux d'intérêt et obligations

Hausse généralisée des rendements obligataires

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Sept. 2026*	Year-to-date*	Actuel	Sept. 2026*	Year-to-date*
US	5,2%	45 pb	103 pb	77 pb	-1 pb	-1 pb
Zone euro	3,6%	28 pb	74 pb	87 pb	8 pb	9 pb
UK	5,4%	32 pb	90 pb	90 pb	4 pb	7 pb
CH	0,6%	21 pb	35 pb	78 pb	2 pb	-1 pb

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

* Variation au 24 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Hausse des rendements des T-Bonds en septembre, surtout en raison des anticipations de croissance et de la hausse des prix du pétrole. Resserrement des écarts IG en USD et creusement des écarts HY.
- Les indicateurs avancés signalent une accélération de la croissance, tandis que l'inflation reste supérieure à l'objectif. Nous avons revu nos prévisions et attendons deux autres hausses de la Fed.

Zone euro

- Hausse des rendements des Bunds sur l'ensemble de la courbe en septembre, en raison de la progression des anticipations d'inflation et de croissance.
- Comme prévu, la BCE a relevé ses taux de 25 pb en septembre. Nous avons revu nos prévisions pour la BCE et attendons une autre hausse.

Royaume-Uni

- L'inflation sous-jacente est restée à 2,6% en août, les prévisions de croissance ont augmenté. Les rendements des gilts à 10 ans ont progressé en septembre.
- Nous avons revu nos prévisions et attendons deux autres hausses de la Banque d'Angleterre.

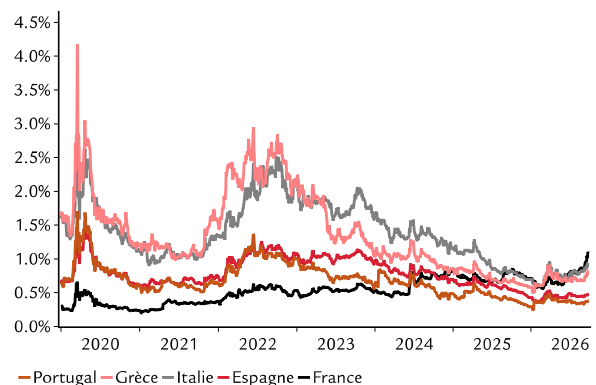
Suisse

- Hausse des prévisions de croissance du PIB pour 2026 et de l'inflation sous-jacente en août. Conséquence : hausse des taux souverains suisses à 10 ans.
- La faiblesse du franc et l'amélioration des données économiques ouvrent à la BNS une fenêtre pour une certaine normalisation de la politique monétaire. Nous prévoyons deux relèvements de taux de 25 pb chacun en 2027.

Obligations d'Etat : l'Ibérie devance la France

L'écart entre les rendements des obligations d'Etat à 10 ans et ceux des Bunds est un indicateur clé du risque souverain, de la durabilité budgétaire, de la stabilité politique et du risque de fragmentation de la zone euro. Les Bunds servent de benchmark sans risque grâce à la solidité budgétaire de l'Allemagne et à la liquidité du marché obligataire. Malgré des niveaux de dette publique plus élevés dans de nombreux pays, le risque de fragmentation est bien plus faible qu'en 2011-2012, grâce aux garanties de la BCE (p. ex. OMT et TPI), à la confiance dans l'euro et à une meilleure capitalisation des banques. Les marchés restent toutefois sensibles à la détérioration budgétaire de la France et à l'endettement de l'Italie. Le récent creusement de l'écart franco-allemand suggère que les préoccupations se sont déplacées des pays périphériques vers les déficits budgétaires, la hausse des ratios dette/PIB, le vieillissement démographique et la volonté de consolider les finances publiques. Vu l'incertitude, nous sommes neutres à un mois sur les rendements des obligations d'Etat à 2 et 10 ans aux Etats-Unis, dans l'UEM et en Suisse. Côté crédit, fondamentaux et techniques marginaux sont compensés par des écarts serrés. Les risques restent élevés, notamment les tensions géopolitiques, la volatilité des prix de l'énergie et des taux, les perturbations liées à l'IA et le risque d'un élargissement des écarts souverains. Nous sommes neutres sur les écarts IG, mais prévoyons un creusement des HY.

Ecart de rendement des titres souverains à 10 ans vs les Bunds



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 24/09/26

Actions

IA : bénéfices et attentes plus forts que les critiques

Marchés régionaux des actions	Sept. 2026*	Year-to-date*
Etats-Unis	0,3%	13,2%
Zone euro	-1,8%	10,9%
Royaume-Uni	-1,1%	10,5%
Suisse	-2,1%	7,4%
Marchés émergents	0,9%	25,2%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.
* Variation au 24 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Malgré des vents contraires, le marché US a gagné 0,3% en septembre. La Fed a relevé ses taux, alors que le segment de l'IA a livré des mauvaises nouvelles (introductions en bourse tardives, problèmes de sécurité, propositions de ralentissement du développement).
- Le ratio P/E actuel et prévisionnel du marché US sont inférieurs à ceux de début d'année.

Zone euro

- Les titres de l'UEM, moins exposés à l'IT, ont cédé 1,4% en septembre. Du fait de cette sous-performance, le marché européen est aussi derrière le marché US en 2026.
- Le marché européen est proche de la juste valeur. Les titres à dividende élevé sont intéressants, car leur rendement du dividende dépasse 4% et leurs valorisations sont inférieures au marché.

Royaume-Uni

- La performance du marché britannique a imité celle de l'UEM en septembre.

Suisse

- Le marché suisse sous-performe en septembre, se classant tout en bas de notre classement.
- La faiblesse est généralisée : seules 5 actions sur 20 du SMI ont progressé en septembre.

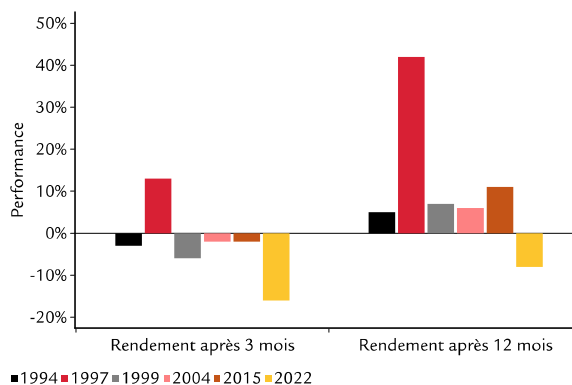
Marchés émergents

- Les ME ont continué de se redresser après la baisse de juillet.
- Taïwan et la Corée ont apporté une contribution positive en Asie, tandis que le Brésil et la Colombie ont été forts en Amérique latine. La Chine et l'Inde sont une fois de plus à la traîne.
- La valorisation des ME reste intéressante. Le ratio P/E actuel est d'environ 15 et le ratio prévisionnel, en-deçà de 10. Toutefois, l'indice est désormais fortement concentré en Asie et dans quelques titres liés à l'IA.

Hausses des taux de la Fed et marché des actions

En septembre, la Fed a procédé à sa première hausse depuis juillet 2023. Historiquement, la première hausse de taux par la Fed d'un cycle est suivie d'une performance négative des actions les trois mois suivants. Mais après 12 mois, la performance moyenne tous cycles confondus est nettement positive (voir graphique ci-après). La performance est la plus faible lorsque l'inflation est très élevée lors de la première hausse et la plus forte lorsque le resserrement est progressif. Selon nous, ce cycle pourrait être différent et les actions devraient progresser ces trois prochains mois.

Perf. du marché US des actions après 1er relèvement par la Fed



Sources : Goldman Sachs, Opening Bell Daily, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research.

Selon nous, une correction généralisée est peu probable, pour plusieurs raisons. Primo, la croissance des bénéfices est très forte, et elle devrait être solide au T3. Les prévisions actuelles du consensus pour le marché US tablent sur une croissance des bénéfices en glissement annuel de 25% à 30% au T3 et de 20% à 25% au T4. Les prévisions sont toujours révisées à la hausse, et 2026 est l'une des rares années où elles ont été relevées au fil de l'année. Cette forte croissance des bénéfices, souvent supérieure à celle du marché des actions, fait baisser les valorisations par rapport au début d'année. Si les inquiétudes de surinvestissement dans l'IA et la viabilité des modèles économiques des laboratoires pionniers sont justifiées, nous ne prévoyons pas encore de repli dans le segment de l'IA (voir Perspectives Edition spéciale « Intelligence Artificielle »). De plus, la saisonnalité est plus forte au T4, et ni l'économie US ni l'économie mondiale ne montrent des signes de faiblesse. Nous sommes conscients des risques : les hausses de la Fed ont souvent précédé les récessions et les marchés baissiers ; les guerres continuent et les titres et modèles commerciaux de l'IA sont trop optimistes. Les risques à moyen terme restent importants.

Devises

La dépréciation du CHF semble achevée

	Sept. 2026*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	-2,0%	-3,1%	↘
EUR/CHF	0,3%	1,2%	↘
GBP/USD	-2,4%	-1,9%	↘
USD/JPY	-0,6%	1,4%	↗

* Variation au 24 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- A l'heure où nous rédigeons, l'USD s'apprécie de 1,3% en septembre, pondéré des échanges. La hausse du taux directeur de la Fed, le ton offensif et des données économiques positives ont porté le billet vert.
- Nous restons positifs sur l'USD jusqu'à la fin de l'année en raison des différences de rendement favorables et de la résilience continue de l'économie US.

Zone euro

- Pondéré des échanges, l'EUR s'est affermi de 1,0% en septembre. Les données économiques étaient solides et la BCE a relevé ses taux comme prévu en septembre. Mais cela a été éclipsé par des signaux plus forts de l'économie US et de la Fed, affaiblissant la paire EUR/USD.
- Nous restons négatifs sur la paire EUR/USD jusqu'à la fin d'année.

Royaume-Uni

- La GBP a cédé du terrain à l'USD et est restée stable face à l'EUR jusqu'ici, la BoE ne signalant aucune urgence à resserrer sa politique monétaire.
- Nous réitérons notre avis négatif sur la paire GBP/USD et neutre sur la paire GBP/EUR.

Suisse

- L'appréciation de l'EUR face au CHF a marqué une pause en septembre (voir texte principal). Comme prévu, la BNS a laissé ses taux inchangés en septembre.
- Nous passons de neutre à négative sur la paire EUR/CHF. Nous restons neutres sur la paire USD/CHF.

Japon

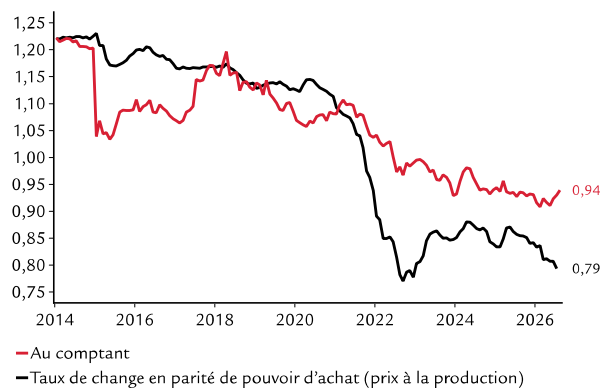
- Le JPY s'est apprécié début septembre, mais a cédé une partie des gains, les marchés n'étant pas impressionnés par la hausse des taux d'intérêt et le discours prudent de la BoJ lors de sa réunion de septembre.
- Le JPY devrait continuer de faiblir, et nous passons donc de neutre à positive sur la paire USD/JPY.

Des signaux rassurants de la Fed soutiennent l'USD

En septembre, la dépréciation quasi continue du CHF face à l'EUR depuis fin mai a cessé. Toutefois, le CHF semble sous-évalué par rapport à l'EUR selon un modèle de parité de pouvoir d'achat basé sur les prix à la production (voir graphique ci-après). Le modèle indique également que le CHF est sous-évalué par rapport à l'USD. Ainsi, l'évolution récente du taux de change, combinée aux hausses surprises de l'inflation et de la croissance du PIB en Suisse, pourrait offrir à la BNS l'opportunité d'éloigner son taux directeur de zéro. Les deux hausses de taux directeur que nous attendons pour la BNS au S1/2027 sont très proches du consensus du marché. En revanche, nous considérons que les anticipations des marchés financiers sur les hausses de taux de la BCE restent trop agressives. Nous prévoyons donc une appréciation du CHF face à l'EUR jusqu'à fin d'année. Le CHF profite de l'incertitude géopolitique et de la montée des risques politiques en Europe, qui ont déjà porté les rendements à long terme en France. Comme le JPY n'a pas joué son rôle de valeur refuge cette année, le CHF a gagné en importance en tant que devise refuge.

Concernant l'USD, le taux directeur et le discours de la Fed en septembre ont rassuré les investisseurs sur l'indépendance de la Fed et sa volonté de s'attaquer à l'inflation élevée et persistante aux Etats-Unis. Si l'on y ajoute les données économiques US un peu plus solides et l'avantage favorable de l'USD en matière de taux d'intérêt, nous pensons que ce dernier restera soutenu jusqu'à la fin de l'année.

Taux de change EUR/CHF en fin de mois



Source : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 07/2026

Allocation d'actifs

Quand l'approche active compte

Septembre en revue

- Les actions mondiales ont bien résisté en septembre. Les marchés US et émergents ont continué de progresser malgré un environnement monétaire de plus en plus difficile. Toutefois, d'autres grands marchés ont été sous pression sur fond de hausse des taux d'intérêt et d'escalade des tensions en Iran.
- Les rendements des obligations d'Etat continuent de grimper sur les principaux marchés, les BC relevant encore leurs taux.
- Evolution contrastée des écarts en septembre: resserrement américain et léger creusement européen.
- L'USD s'est déprécié, pondéré des échanges.

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

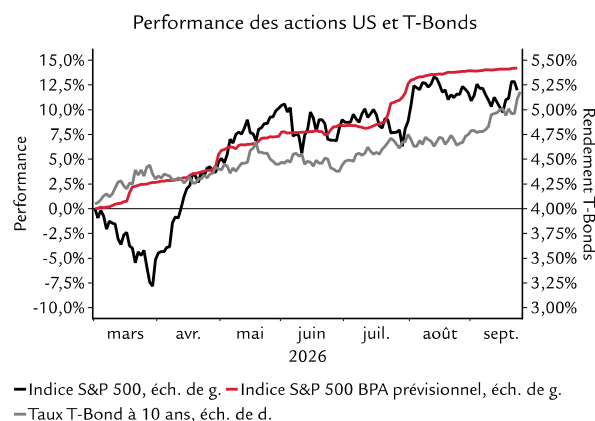
* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- Nous maintenons notre surpondération en actions par rapport au mois dernier. La poursuite des révisions positives des bénéfices et la capacité des entreprises US à répondre à des attentes élevées offrent un coussin dans un contexte monétaire plus difficile et face à l'incertitude géopolitique persistante.
- Côté actions, nous continuons à surpondérer les marchés US et ME en raison de la solidité des fondamentaux. Nous maintenons aussi notre surpondération en Europe, car nous pouvons diversifier l'exposition à l'IA et bénéficier de l'apaisement des tensions géopolitiques avec l'Iran.
- Nous restons globalement neutres sur les obligations d'Etat, mais favorisons une durée courte. La résilience de la croissance et les inquiétudes liées à la durabilité budgétaire nous incitent à la prudence quant à la durée, même si les taux atteignent déjà des niveaux historiquement élevés.
- Nous maintenons notre sous-pondération des obligations d'entreprise, car nous pensons que les actions offrent un profil risque/rendement plus attrayant et permettent de participer davantage à l'appréciation potentielle des entreprises.
- Nous continuons de privilégier les valeurs réelles, telles que l'or, basées sur la VNI suisse.

La vigueur de la croissance, une arme à double tranchant

Les marchés financiers évoluent dans un environnement macroéconomique complexe, caractérisé par de puissantes forces contraires. D'une part, les bénéfices des entreprises ont été exceptionnellement solides. Les prévisions de bénéfice par action ont été revues à la hausse au cours de l'année, traduisant la résilience de la rentabilité des entreprises malgré la hausse des taux et des coûts énergétiques élevés.

Les valorisations d'actions semblent donc plus raisonnables qu'au début de l'année. Le positionnement des investisseurs sur les grandes capitalisations US reste prudent, signe qu'il y a encore de la marge pour des afflux si la confiance s'améliore. Quant aux investisseurs, ils sont confrontés à de nombreux défis. Aux Etats-Unis en particulier, l'inflation sous-jacente reste tenace, les investissements massifs dans l'IA alimentant la demande de main-d'œuvre, d'énergie et d'infrastructures. La vigueur de l'économie US devient une arme à double tranchant, permettant à la Fed de se concentrer sur la maîtrise de l'inflation sans se préoccuper du marché du travail ou de l'activité économique. De plus, le début d'un cycle de hausse des taux est une période difficile pour les actifs risqués, même si les marchés ont absorbé les hausses de taux à moyen terme. Enfin, la géopolitique reste une source d'incertitude.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 23.09.2026

Nous pensons que c'est dans des environnements difficiles qu'un portefeuille multi-actif bien géré peut se différencier d'une approche passive. Grâce à une vaste diversification et des stratégies alternatives et la flexibilité nécessaire pour s'adapter à l'évolution des conditions du marché, nos portefeuilles sont bien positionnés pour faire face à la volatilité qui pourrait s'an-

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, 122 Rue La Boétie, F-75008 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 Zurich. **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.