

Perspectives annuelles 2025

A retenir

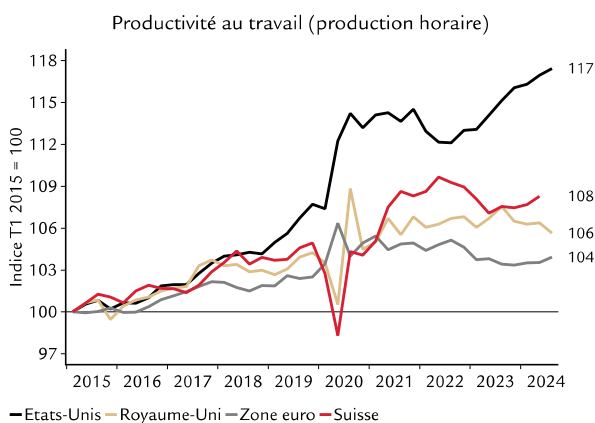
- Zone euro : malgré les soucis structurels et la forte incertitude commerciale, le pessimisme est excessif
- Etats-Unis : l'expansionnisme de Donald Trump et la consommation tirent à hue et les taux élevés, à dia
- Chine : les risques pour la croissance se déplacent de la crise immobilière vers les droits de douane

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2024		Croissance du PIB 2025		Inflation 2024		Inflation 2025	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,8% ↑	2,7%	2,3% ↑	2,0% ↑	2,9%	2,9%	2,4% ↑	2,4% ↑
Zone euro	0,8%	0,8%	0,9% ↓	1,0% ↓	2,4%	2,4%	1,7% ↓	1,9%
Allemagne	-0,1%	-0,1%	0,5% ↓	0,4% ↓	2,2% ↓	2,3%	1,8% ↓	2,0%
France	1,1% ↓	1,1%	0,8% ↓	0,8% ↓	2,0%	2,1% ↓	1,1%	1,4% ↓
Italie	0,5% ↓	0,5% ↓	0,6% ↓	0,8%	1,0%	1,1%	1,7%	1,7% ↓
Espagne	3,0%	3,0% ↑	1,7% ↓	2,2%	2,7%	2,8%	1,7% ↓	1,9% ↓
Royaume-Uni	0,9%	0,9%	1,3% ↑	1,3%	2,5%	2,5% ↓	2,4% ↑	2,6% ↑
Suisse	1,2% ↓	1,4% ↓	1,2%	1,3% ↓	1,1%	1,1%	0,2% ↓	0,6% ↓
Japon	-0,2%	-0,2% ↓	0,8% ↓	1,2%	2,7% ↑	2,6%	2,1% ↑	2,3% ↑
Chine	4,8%	4,9% ↑	4,1% ↓	4,5%	0,4%	0,4%	1,6% ↓	0,9% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 décembre 2024

Graphique de l'année



Depuis 2017, un écart de productivité se creuse entre les deux rives de l'Atlantique. Un rapport de la BCE avance plusieurs raisons : composition des branches (boom du secteur informatique américain très productif), davantage d'investissements américains dans le numérique et marché du travail plus flexible. Ce dernier oriente plus rapidement les employés vers les secteurs les plus performants. Dans l'industrie, l'écart de productivité est apparu en 2022, principalement du fait de la crise énergétique en Europe. Ces tendances structurelles devraient perdurer, la croissance américaine continuera donc de distancer celle des économies européennes en 2025 également.

Economie mondiale

Cinq thèses pour l'année 2025

1. L'Europe largement distancée

L'écart structurel entre les Etats-Unis et l'Europe va davantage se creuser en raison de prix de l'énergie inférieurs et d'une plus forte hausse de productivité. Sur le plan cyclique, gare à l'optimisme excessif aux Etats-Unis : les taux à long terme sont élevés et constituent un frein. Idem en Europe, mais pour le pessimisme : un euro plus faible, l'anticipation des exportations vers les Etats-Unis en vue des droits de douane et la baisse des taux vont limiter les effets néfastes. En Europe, la divergence va demeurer entre la solidité des pays dits périphériques et les poids lourds.

2. Politique monétaire expansionniste en Europe

La BNS a déjà largement entamé son assouplissement par crainte de déflation. La BCE se concentre pour sa part sur les risques d'inflation et pour la croissance. Le programme de Donald Trump augmente la pression à la baisse pour l'inflation en Europe. La BCE va passer d'une politique monétaire restrictive à expansionniste.

3. Donald Trump et l'inflation : pas de panique

Dans ce nouveau mandat, nous prévoyons un tapage certain, mais des résultats bien moins spectaculaires qu'annoncé. Donald Trump vise les élections de mi-mandat (*midterms*) et fait des marchés des actions le thermomètre de sa politique. L'inflation s'étant avérée impopulaire, nous tablons sur des droits de douane ciblés plutôt que généralisés, qui seront en outre amortis par un dollar fort. Au fond, la politique de Donald Trump est légèrement inflationniste et limitera la latitude de la Fed en matière de baisse de taux. Nous n'attendons pas de forte poussée de l'inflation.

4. L'économie de la dette vivra

La politique budgétaire américaine va encore être assouplie. En Europe, la consolidation déçoit. Sans attendre de fronde des marchés financiers, nous tablons sur des rendements d'emprunts ancrés à des niveaux élevés à moyen terme malgré les baisses de taux.

5. Chine : l'économie freinée par le conflit commercial

Les difficultés pour la seconde économie mondiale se déplacent : si l'immobilier pèse toujours, ce n'est plus le principal facteur de dégradation. Celle-ci résulte surtout de facteurs externes : les droits de douane affectent les exportations et le climat des affaires. La Chine ne sera pas la locomotive de l'économie mondiale l'an prochain non plus.

Suisse

Retour à l'inflation nulle

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,4%
2025 : 1,2%	2025 : 1,3%

Le ralentissement économique en Europe pèse surtout sur l'industrie MEM suisse dépendante des exportations. Par conséquent, dans l'arc jurassien et d'autres régions de l'industrie mécanique, on observe une hausse notable du taux de chômage ces derniers mois. Dans les cantons du Jura, de Vaud, de Soleure et de Neuchâtel, il augmente – corrigé des variations saisonnières – d'au moins 0,3% entre août et novembre. A l'échelle de la Suisse, nous prévoyons un taux moyen de 2,5% pour 2024, et 2,8% de moyenne annuelle en 2025. Cette évolution pèse sur le moral des ménages, dont la tendance est à la baisse depuis août. Grâce à sa politique monétaire désormais expansionniste, la BNS a réussi à instaurer les conditions nécessaires pour protéger l'économie domestique d'un nouveau ralentissement cyclique.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,1%	2024 : 1,1%
2025 : 0,2%	2025 : 0,6%

On a tendance à oublier que, lors de la décennie précédant la pandémie, le taux d'inflation moyen en Suisse était de 0%. Cinq ans plus tard, le taux moyen de variation annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation – hors composantes des loyers – est revenu à ce niveau en novembre 2024. Début 2025, la baisse des prix de l'électricité alimentera cette dynamique désinflationniste. De plus, il est désormais certain que le taux hypothécaire de référence sera abaissé en mars, entraînant un recul des loyers à partir de juillet 2025. Cette évolution sera ensuite intégrée au calcul du taux d'inflation en août. Selon notre projection actuelle, le renchérissement annuel lors des mois d'été 2025 retombera effectivement à 0%. Une baisse des prix de l'énergie ou une nouvelle appréciation du franc suisse constituent des risques importants pour notre prévision. Ils pourraient même causer temporairement des taux d'inflation négatifs.

Etats-Unis

Verbe haut, économie solide

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,8%	2024 : 2,7%
2025 : 2,3%	2025 : 2,0%

Si l'on se fonde sur le premier mandat de Donald Trump, sa façon désordonnée de gouverner va largement alimenter l'incertitude des projections pour 2025. Nous prévoyons des droits de douane ciblés plutôt que généralisés et un net recul de l'immigration. Toutefois, nous sommes sceptiques quant à la « déportation de masse » de migrants claironnée par le président élu. En effet, des obstacles financiers, juridiques et politiques se mettront en travers de son chemin. Notre conviction reste fragile vis-à-vis de la politique douanière, car elle pourrait très bien se durcir. Le recul de l'immigration et la hausse des droits de douane vont freiner la croissance en 2025, de même que les taux à long terme élevés et bien établis, qui pèseront sur l'immobilier. L'aspect « positif » résidera dans le tournant expansionniste de la politique budgétaire. En dehors des assurances sociales et de la défense, les possibilités de coupes dans les dépenses sont limitées. Le Congrès à majorité républicaine se gardera bien de toucher à ces secteurs en vue des *midterms*. En 2025, il s'attaquera aux baisses d'impôts pour les entreprises et prolongera les baisses d'impôts dès son premier mandat. En parallèle, nous prévoyons une dérégulation dans les secteurs financier et de l'énergie notamment. En définitive, la politique de Donald Trump faite de dépense publique et de consommation privée va légèrement porter la croissance.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,9%	2024 : 2,9%
2025 : 2,4%	2025 : 2,4%

L'inflation américaine a moins reculé qu'en Europe du fait de la solide croissance outre-Atlantique. En 2025, elle devrait stagner au-dessus de l'objectif de 2% de la Fed en raison de la politique budgétaire. La Fed a donc moins de marge de manœuvre pour assouplir davantage sa politique monétaire toujours restrictive. Comme tout impôt, les droits de douane devraient avoir un effet unique sur l'inflation, mais en théorie, la politique monétaire y restera insensible.

Zone euro

Vent fort, mais sans tempête

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,8%	2024 : 0,8%
2025 : 0,9%	2025 : 1,0%

Si les difficultés structurelles dans la zone euro citées plus haut justifient un certain pessimisme, les craintes au plan cyclique sont selon nous exagérées. L'incertitude quant aux potentiels droits de douane américains devrait certes constituer un frein, mais les effets divergeront selon les pays de l'UEM. L'Allemagne, dont l'économie est axée sur les exportations et la concentration du secteur industriel, pourrait être la plus durement touchée. L'Espagne est pour sa part le pays le moins exposé. Cependant, une dépréciation de l'euro face au billet vert devrait partiellement compenser les effets négatifs sur la compétitivité. De même, une certaine demande anticipée d'importations américaines de biens de la zone euro devrait atténuer l'effet négatif. En 2024, les pays européens dits périphériques comme l'Espagne et l'Italie en particulier ont été de solides relais de croissance. La différence de vigueur entre ces Etats méridionaux et le couple franco-allemand devrait perdurer en 2025 – le pays de Cervantès se distinguant particulièrement. Le marché de l'emploi espagnol reste solide, porté par une immigration record, encouragée par le gouvernement. Le secteur du tourisme, essentiel à l'économie, devrait en profiter. D'autres pays périphériques comme la Grèce ou la Croatie affichent de bonnes perspectives de croissance pour 2025.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,4%	2024 : 2,4%
2025 : 1,7%	2025 : 1,9%

Nouveau repli de la pression de l'inflation en 2024, mais à un rythme plus lent qu'en 2023. Une dynamique qui devrait permettre à la BCE d'assouplir davantage sa politique en 2025 et ainsi soutenir la croissance. Recul de la demande externe, pression sur les prix des biens à l'exportation et réorientation des exportations chinoises vers l'Europe en raison des potentiels droits de douane américains devraient faire baisser l'inflation.

Allemagne

Un rebond éclipsé

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : -0,1%	2024 : -0,1%
2025 : 0,5%	2025 : 0,4%

Entre décembre 2023 et septembre 2024, l'économie allemande n'a progressé que de 0,05%. Nous prévoyons une dynamique en légère amélioration pour 2025, mais les difficultés seront nombreuses. Si nous jugeons la tenue d'élections anticipées plutôt positive en termes de politique économique, l'élection de Donald Trump vient jeter une ombre sur une reprise déjà hésitante. En effet, les Etats-Unis constituent – et de loin – le principal débouché des exportations allemandes. En 2023, les voitures de tourisme, les équipements électriques et les produits pharmaceutiques représentaient les trois plus grands groupes d'exportation. Même si nous n'attendons pas de droits de douane généralisés, ces secteurs pourraient précisément se trouver dans le collimateur du futur locataire de la Maison Blanche. Rien que la montée de l'incertitude devrait peser sur l'appétence à l'investissement. Par conséquent, nous avons abaissé nos projections de croissance pour 2025. D'un point de vue cyclique, nous estimons toujours que la consommation privée va avoir un léger effet stimulant en 2025. La plus grande liberté dont jouira la BCE pour baisser les taux devrait également aider à éviter la récession. Si une grande coalition CDU/CSU et SPD ressort des urnes en février prochain, l'exécutif pourrait avoir un peu plus de marge en termes de politique fiscale. Le scénario le plus favorable serait un fonds d'infrastructure extrabudgétaire, ce qui nécessiterait une majorité des deux tiers.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,2%	2024 : 2,3%
2025 : 1,8%	2025 : 2,0%

En 2024, l'inflation globale a reculé de 2,9% à 2,2% en novembre et la sous-jacente, de 3,4% à 3,0%. Tandis que les prix de l'énergie ont reculé chaque mois et ceux des biens, très nettement, les prix des services ont augmenté, passant de 3,8% à 4,8%. En 2025, le renchérissement devrait nettement faiblir dans le tertiaire également, sur fond de trajectoire conjoncturelle fragile.

France

Le moral en berne

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,1%	2024 : 1,1%
2025 : 0,8%	2025 : 0,8%

Comparée à son voisin d'outre-Rhin, l'autre poids lourd de l'UEM, l'économie française a affiché une solide performance sur l'essentiel de l'année 2024. Elle s'explique par la politique budgétaire toujours expansionniste et par la plus faible dépendance aux exportations industrielles. Mais la situation s'est considérablement dégradée dernièrement. Les PMI affichent une contraction tant dans le secteur manufacturier que chez les prestataires de services. Dans le premier cité, la forte baisse des commandes saute aux yeux. Porté par les salaires réels en hausse et visiblement insensible aux remous de la politique nationale, le moral des ménages s'est amélioré jusqu'en septembre. Depuis, il a connu un effondrement en règle. En considérant la dynamique inflationniste actuelle, la politique monétaire de la BCE – restrictive tout au long de l'année 2024 – ne peut plus être justifiée *a posteriori*. Parmi nos cinq thèses pour la nouvelle année, c'est la transition attendue vers une politique monétaire expansionniste qui marque le plus durablement nos perspectives à court terme pour la France. Naturellement, l'Hexagone est également concerné par les hypothèses relatives à l'absence de consolidation budgétaire. Après la motion de censure du 4 décembre et à l'heure où nous écrivons, le futur gouvernement n'est pas formé. Nous ne voyons donc aucun scénario à moyen terme où le taux d'endettement de la France pourrait baisser.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,0%	2024 : 2,1%
2025 : 1,1%	2025 : 1,4%

Le taux de variation annuelle des indices des prix à la consommation reflète avec un décalage la dynamique d'inflation. En observant uniquement les variations de prix (annualisées) sur les six derniers mois, on obtient un pouls plus précis de cette dynamique. Calculée ainsi, l'inflation annualisée s'inscrit à 0,5%. Nous maintenons notre projection d'inflation pour 2025, qui est depuis plusieurs mois nettement inférieure à celle du consensus.

Royaume-Uni

Du soutien politique

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,9%	2024 : 0,9%
2025 : 1,3%	2025 : 1,3%

L'économie britannique a progressé bien plus que prévu, surtout au premier semestre 2024. Un certain rebond de la consommation des ménages en a été un pilier majeur. En 2025, la dépense publique comme relais de croissance reviendra au premier plan. L'augmentation des dépenses présentée par le gouvernement travailliste dans son budget d'automne est plus élevée que nos attentes. Elles intègrent par exemple des investissements en infrastructures dans divers secteurs ainsi qu'un budget de fonctionnement en hausse pour le secteur de la santé. D'autre part, les relèvements d'impôts annoncés devraient affecter la consommation des ménages. Ce sont les augmentations de cotisations patronales à l'assurance sociale qui pèsent le plus. Elles devraient être partiellement répercutées sur les consommateurs par des prix plus élevés et des salaires nets en baisse qui éroderont le revenu disponible. *In fine*, nous tablons tout de même sur un effet net positif sur la croissance économique. Un des avantages de l'économie britannique est sa part plus importante des exportations de services par rapport aux biens. Les effets négatifs immédiats des possibles droits de douane américains seraient donc moins marqués que dans la zone euro. Nous avons donc relevé notre prévision de croissance du PIB pour 2025 de 1,0% à 1,3%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,5%
2025 : 2,4%	2025 : 2,6%

Le budget du nouvel exécutif se ressent également sur l'inflation. Dans le tertiaire, elle devrait donc rester à un niveau élevé plus longtemps qu'initialement prévu. Certes, elle a continué de refluer en 2024 depuis son pic. Mais l'augmentation des cotisations patronales citées plus haut va très probablement se traduire dans les prix à la consommation. Le secteur tertiaire devrait être touché de manière disproportionnée. Nous avons relevé notre prévision d'inflation à 2,3% pour 2025.

Chine

De nouveaux risques

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,8%	2024 : 4,9%
2025 : 4,1%	2025 : 4,5%

Les difficultés pour la seconde économie mondiale se déplacent : certes, le secteur immobilier reste un souci majeur, mais n'est plus le risque le plus important pour la croissance. Cette dernière résulte principalement de facteurs externes : les droits de douane pèsent sur les exportations et plombent le climat des affaires, avec une incidence négative sur les investissements. Certes, nous ne tablons pas sur le pire des scénarios, à savoir des tarifs douaniers de 60% frappant tous les produits chinois. Nous prévoyons toutefois une mise en œuvre progressive, qui pourrait intervenir peu après l'entrée en fonction de Donald Trump. Les exportations chinoises vers les Etats-Unis représentent encore près de 3% du PIB de la seconde économie mondiale, qui sera donc pénalisée par ces restrictions commerciales. Anticipation des exportations avant l'entrée en vigueur des droits de douane, diversification commerciale ainsi que dépréciation du yuan amortiront les effets négatifs sur la croissance économique. Nous abaïssons notre prévision de croissance du PIB pour 2025 à 4,1%, contre 4,5% auparavant.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,4%	2024 : 0,4%
2025 : 1,6%	2025 : 0,9%

Avec la montée des risques pour la croissance, le moral des ménages chinois devrait rester timide et ne générer qu'une faible pression sur les prix. L'inflation modérée attendue en 2025 ouvre à la banque centrale la possibilité d'une politique monétaire expansionniste, qui devrait soutenir quelque peu l'économie domestique.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
✕ @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



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



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2023

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par le Département Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, F-75001 Paris à ses clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.

Perspectives annuelles 2025

A retenir

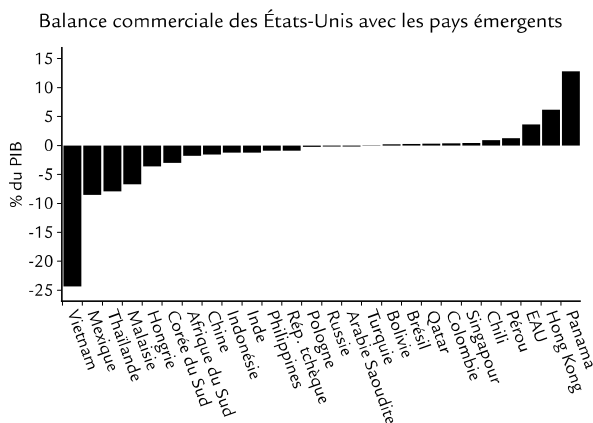
- Les risques pour la croissance chinoise se déplacent de la crise immobilière vers les droits de douane
- L'effet des barrières commerciales de Donald Trump varie selon les pays émergents
- Les risques géopolitiques demeurent élevés et difficilement lisibles

En un chiffre

60%

Les droits de douane seront l'instrument central de la politique de Donald Trump. Parmi les annonces drastiques concernant les pays émergents figurent 60% de droits de douane sur les produits chinois et 25% sur les biens mexicains. Nous estimons toutefois que l'ampleur sera moindre. Nous pensons bien davantage qu'il s'agit là d'un outil de négociation et non d'un objectif véritable de dissociation économique. Même si des droits de douane aussi élevés sont peu probables, les restrictions commerciales à venir vont peser sur l'activité économique. Cette seule menace crée l'incertitude et entrave l'investissement.

En un graphique



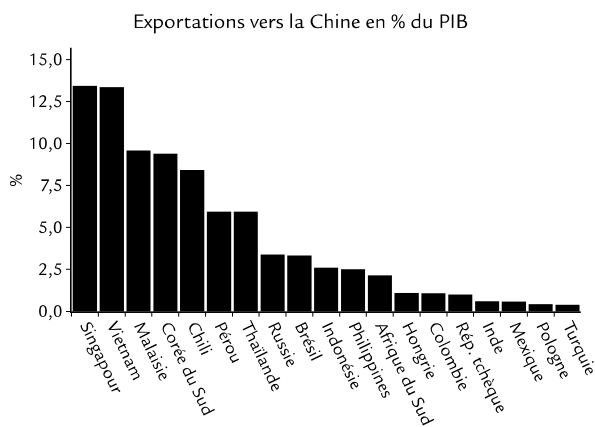
Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 01/01/2023

Les pays émergents sont concernés à divers degrés par les potentiels droits de douane. Si contrairement aux annonces, Donald Trump tient compte des relations commerciales au cas par cas et n'applique pas de tarifs généralisés, l'Amérique latine sera peu exposée aux tensions commerciales directes avec Washington. En effet, les États-Unis affichent un excédent commercial avec de nombreux pays de la région, à l'exception notable du Mexique. Parmi les nations asiatiques, outre la Chine, le Viêt Nam pourrait notamment se retrouver sous pression.

Risques exogènes en hausse sur les marchés émergents

Après une année 2024 très solide, les perspectives 2025 pour les pays émergents sont plus réservées. Alors que la demande intérieure devrait continuer de porter la croissance, les conditions cadres externes se dégradent. La Chine en particulier subit la pression des droits de douane annoncés par Donald Trump et verra son économie ralentir. Une demande chinoise plus faible pèserait sur les pays émergents qui entretiennent des relations commerciales étroites avec Pékin. En première ligne, les économies asiatiques comme la Corée du Sud, la Malaisie, le Viêt Nam, la Thaïlande et Singapour. En Amérique latine, les fournisseurs de matières premières comme le Pérou et le Chili ne seront pas épargnés (voir graphique 1). De plus, les incertitudes politico-économiques et les droits de douane mettent les devises des pays émergents sous pression. Certes, il y a du positif : les exportations deviennent plus compétitives, atténuant l'incidence négative des tarifs douaniers. Mais une dévaluation trop rapide de la monnaie pourrait semer le doute chez les investisseurs et entraîner des sorties de capitaux. Cela constitue un risque en particulier pour les nations les plus fragiles dépendantes des flux financiers externes. Cependant, tous les pays émergents ne sont pas concernés dans la même mesure par le programme de Donald Trump. Les perspectives pour l'Inde, moins dépendante du commerce mondial, demeurent solides. Si contrairement aux annonces, Washington tient compte des relations commerciales au cas par cas et n'applique pas de tarifs généralisés, l'Amérique latine sera peu exposée aux tensions commerciales directes. En effet, les Etats-Unis affichent un excédent commercial avec la majorité de la région, à l'exception notable

Graphique 1 : Pays aux liens commerciaux étroits avec la Chine touchés par le repli de la demande



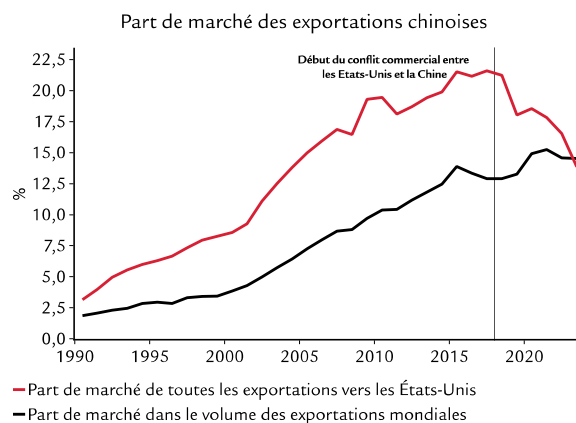
Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 01/01/2023

du Mexique. Côté politique monétaire, la pression sur les devises limitera la marge de manœuvre pour d'autres réductions de taux. Toutefois, avec les risques croissants pesant sur la croissance économique, associés à une inflation déjà dans la marge de fluctuation dans de nombreux pays émergents, ces derniers pourront continuer leurs baisses de taux d'intérêt. Aussi, ces facteurs d'appui pour l'économie nationale devraient subsister dans ce contexte économique incertain.

Chine : nouveaux risques pour la croissance

Les difficultés pour la seconde économie mondiale se déplacent : certes, le secteur immobilier reste un souci, mais n'est plus le risque le plus important pour la croissance. La demande immobilière a atteint son plancher et les ventes se stabilisent à un faible niveau, insuffisant pour dynamiser les investissements dans de nouveaux projets, qui vont poursuivre leur repli. Toutefois, le risque pour la croissance que fait peser l'immobilier est plus lisible grâce à cette stabilisation. Des facteurs externes constituent les plus grands dangers pour la conjoncture. Les droits de douane vont peser sur les exportations et plomber le climat des affaires, avec une incidence négative sur les investissements. L'influence sur la croissance économique en 2025 va toutefois dépendre fortement de l'ampleur effective des droits de douane, de leur date d'entrée en vigueur et de la tolérance à des solutions de contournement via d'autres pays. Nous ne tablons pas sur le pire des scénarios, à savoir des tarifs douaniers de 60% frappant tous les produits chinois. Nous prévoyons toutefois une mise en œuvre progressive, qui pourrait intervenir peu après l'entrée en fonction de Donald Trump. Les exportations chinoises vers les Etats-Unis représentent

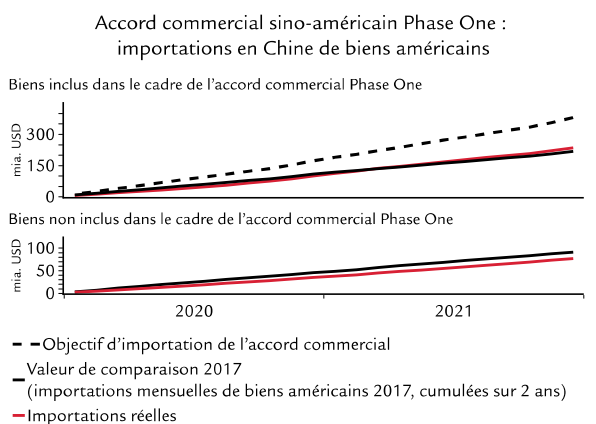
Graphique 2 : Baisse des exportations chinoises vers les Etats-Unis, hausse vers le reste du monde



Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 2023

environ 3% du PIB de la seconde économie mondiale, qui sera donc pénalisée par ces restrictions commerciales. Il existe toutefois divers facteurs d'atténuation de cet effet négatif. D'une part, les exportations vont être anticipées avant que les tarifs entrent en vigueur. De l'autre, la dévaluation du yuan compensera une partie de l'effet des droits de douane, ce qui favorisera non seulement les flux commerciaux aux Etats-Unis, mais aussi dans d'autres parties du monde. Pékin a déjà diversifié son portefeuille de partenaires commerciaux. Depuis 2023, les Etats-Unis ne sont plus son débouché principal, l'Asie les a remplacés. De plus, les exportations vers l'Amérique latine et la Russie ont nettement accéléré ces dernières années, alors qu'elles ont reculé vers les Etats-Unis. Ces efforts vont se poursuivre. Enfin, nous estimons qu'à l'instar de ce qu'il s'est produit lors du premier conflit commercial, la Chine restera ouverte aux négociations. Une attitude qui éviterait une escalade des droits de douane. Certes, la *Phase One* de l'accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine lors du premier mandat de Donald Trump n'a pas été entièrement mise en œuvre, car la Chine a manqué – et de loin – les objectifs d'importation convenus. Mais des efforts ont été entrepris : les importations des biens figurant dans l'accord ont dépassé le niveau de 2017, alors que ceux non concernés y sont restés nettement inférieurs (voir graphique 3). Une occasion pour Donald Trump de crier victoire et d'atténuer les tensions commerciales. Il est probable que le nouveau mandat du président républicain pourrait se doubler d'autres accords superficiels de ce type. Nous avons donc révisé notre prévision de croissance du PIB chinois pour 2025 à 4,1%, contre 4,5% auparavant.

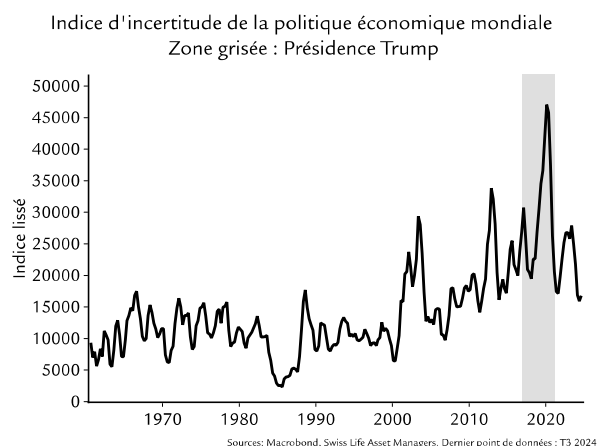
Graphique 3 : Même mis en œuvre partiellement, l'accord commercial a désamorçé le conflit



Le regard rivé sur la géopolitique

En 2025, la géopolitique cristallisera la tension et l'attention. Outre les conflits commerciaux, les guerres qui s'éternisent à Gaza et en Ukraine marquent l'environnement international. Avec le retour de Donald Trump au pouvoir, il y aura sans nul doute des négociations sur la guerre en Ukraine. En revanche, les contours d'un éventuel accord restent flous. Quand bien même un armistice de la sorte mettrait fin au conflit et stimulerait l'économie par la reconstruction de l'Ukraine, les doutes sont permis; sur sa capacité, primo, à restaurer le sentiment de sécurité prévalant avant la guerre et, secundo, à assurer une paix durable. De même, une fin prochaine de la guerre à Gaza semble hors de portée. Donald Trump pourrait orienter l'évolution de la situation au Proche-Orient dans les deux directions. D'une part, sa rhétorique irréfléchie et dure, ainsi que la pression maximale exercée sur l'Iran pourraient alimenter les tensions régionales. D'autre part, sa double stratégie de pression maximale et de volonté de dialogue pourrait créer des opportunités diplomatiques, comme il l'a prouvé avec les accords d'Abraham. En 2025, les risques géopolitiques vont donc rester élevés, mais aussi difficilement lisibles.

Graphique 4 : Donald Trump alimentera à nouveau une forte incertitude politico-économique



Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
✕ @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



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



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2023

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par le Département Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, F-75001 Paris à ses clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.

Perspectives annuelles 2025

Taux d'intérêt et obligations

Bon cru attendu pour le rendement total du crédit

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Nov/Déc 2024*	Year-to-date*	Actuel	Nov/Déc 2024*	Year-to-date*
US	4,3%	4 pb	45 pb	75 pb	-9 pb	-24 pb
Zone euro	2,2%	-18 pb	18 pb	99 pb	-5 pb	-39 pb
UK	4,4%	-8 pb	83 pb	101 pb	-7 pb	-38 pb
CH	0,3%	-7 pb	-38 pb	68 pb	-1 pb	-14 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 12 décembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- L'issue de l'élection a fait se relever les prévisions de croissance du PIB réel et de l'inflation. Elles restent légèrement inférieures à celles de 2024, dans la logique d'un atterrissage en douceur.
- Pour 2025, les marchés prévoient désormais trois baisses de taux contre cinq auparavant. Nous en attendons quatre, de 25 pb chacune.

Zone euro

- La croissance de l'UEM devrait être bien inférieure à celle des Etats-Unis en 2025. En cause : la faible dynamique en Allemagne, en France et en Italie.
- L'inflation devrait donc se tasser davantage en 2025. Selon nous, la BCE procèdera à six baisses de 25 pb chacune en 2025.

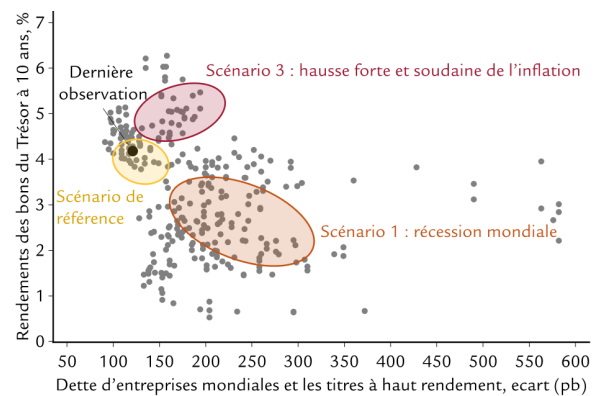
Royaume-Uni

- La présentation du budget en octobre 2024 a fait se relever les prévisions de croissance et d'inflation pour 2025. Toutefois, l'inflation devrait ralentir suffisamment pour que la Banque d'Angleterre devienne moins restrictive.
- Cinq baisses de taux directeur de 25 pb chacune sont prévues.

Suisse

- Une croissance du PIB faible mais constante est attendue. L'inflation devrait ralentir et approcher 0% en 2025.
- En décembre 2024, la BNS a abaissé à 0,5% son taux directeur – plus que prévu. Nous prévoyons une autre réduction de 25 pb en 2025.

Taux et écarts de crédit – scénarios économiques distincts



Sources: Bloomberg, ICE BofA, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 11/12/2024

Inflation et PIB américains ont dépassé les attentes en 2024. Malgré les difficultés, l'économie mondiale a résisté et les actifs risqués ont été rentables. Recul des écarts en 2024 (Etats-Unis, UEM et Royaume-Uni), la classe d'actifs engrangeant des afflux massifs. Mi-septembre, les marchés ont commencé à anticiper la victoire de Donald Trump. Les rendements des T-Bonds à 10 ans ont rebondi depuis les faibles niveaux de 2024 et conclu plus haut qu'au début de l'année. En Europe, les taux sont restés plutôt stables. Forts rendements globaux et resserrement des écarts ont porté la performance du crédit : 5,4% (EUR IG), 8,2% (EUR HY), 4,6% (USD IG) et 8,9% (USD HY). Le marché anticipe croissance et inflation en baisse en 2025, avec un nouvel assouplissement des politiques monétaires (scénario de référence). Dans ce scénario, le crédit IG reste une classe d'actifs attractive. Rendements supérieurs à la moyenne et probabilité de baisse des taux favoriseraient un crédit performant (en devise locale). Si les futures données divergent du scénario, la volatilité des taux et écarts pourrait être importante. Dans le scénario 3, taux et écarts sont supérieurs aux prévisions, pénalisant potentiellement les investisseurs comme les chiffres augmenteraient depuis leur niveau actuel. Une récession mondiale pourrait tout de même produire des rendements intéressants, car toute hausse des écarts devrait être compensée par une baisse plus marquée des taux d'intérêt (scénario 1).

Actions

Deux années solides, une perspective positive

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Nov/Déc 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	6,6%	28,4%
Zone euro	2,9%	11,0%
Royaume-Uni	2,8%	11,2%
Suisse	-0,7%	6,5%
Marchés émergents	-0,4%	11,2%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 12 décembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- En 2024 (toutes les données au 12 décembre), le marché signe presque +30%. Pour la septième fois de l'histoire seulement, deux années consécutives affichent des gains supérieurs à 20%.
- Une fois de plus, les géants de la tech ont porté la performance américaine, bondissant de près de 70%.
- Le marché américain est cher et sa valorisation, bien supérieure à celle de tous les autres.

Zone euro

- En 2024, le marché européen sous-performe l'américain (en devise locale) de 20%, soit la seconde plus sévère sous-performance des trente dernières années.
- Faible croissance et crainte d'effets négatifs des tarifs douaniers en sont les facteurs clés.
- La valorisation du marché européen reste neutre, mais il lui manque une étincelle pour dépasser celle de l'américain (en termes absolus et relatifs).

Royaume-Uni

- La performance et les difficultés du marché en 2024 ont été très similaires à celles de l'UEM.
- Ce marché profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

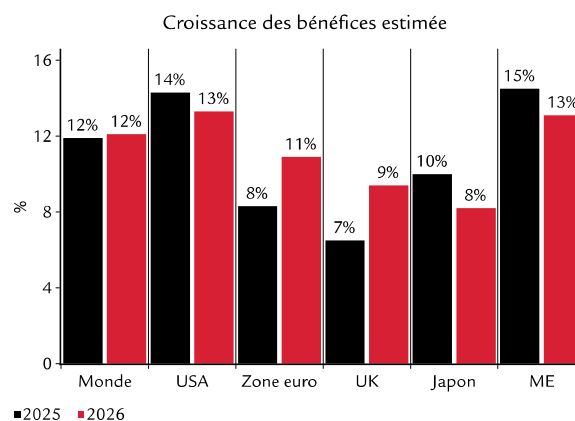
- Le marché suisse ferme la marche en 2024 : en cause, la faible performance des trois poids lourds de l'indice. Nestlé pèse 23% du SPI et affiche -20% en 2024.
- La valorisation des actions du marché suisse se situe dans la partie supérieure de la plage neutre.

Marchés émergents

- Malgré le rebond de septembre, il n'y a pas de bonne performance relative. Les titres latino-américains et sud-coréens notamment ont été atones en 2024.
- La décote est forte - et il suffirait d'une étincelle (comme en Europe) pour faire croître les valorisations.

Perspectives pour 2025

Nous estimons que 2025 peut être une nouvelle année positive, mais avec des gains inférieurs à ceux de 2023 et 2024. Cette prévision favorable s'appuie surtout sur le couple forte croissance américaine / politique monétaire souple, soit un terrain propice à la croissance des ventes et bénéfiques. Nous détaillons les aspects positifs et négatifs ci-dessous.



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

La valorisation est le souci majeur, surtout pour les actions américaines, et par extension celles des marchés développés. Quelle que soit la mesure utilisée, ces marchés sont très chers. Autre difficulté : aucune correction majeure n'a eu lieu en 2024 et le marché est très optimiste. La forte valorisation rend les prévisions à moyen et long terme sur le marché américain inférieures aux moyennes historiques. Côté positif, le contexte économique favorable : forte croissance (américaine notamment), accès au financement plus simple et taux directeurs attendus en baisse. Aussi, une croissance des bénéfices d'environ 10% est plutôt probable en 2025. Les mesures de relance en Chine ainsi que les baisses d'impôts et la dérégulation américaines sont aussi positives. Enfin, hormis aux Etats-Unis, les valorisations sont globalement neutres. Les facteurs positifs devraient l'emporter sur les négatifs en 2025. L'IA est un électron libre dont les effets positifs sont peut-être sous-estimés, comme son gain de productivité anticipé par les marchés. En un mot, notre perspective est positive pour les mois à venir et pour 2025. Notre scénario de référence prévoit un rendement total de 5% à 10%, cohérent avec la croissance des bénéfices (et sans expansion des multiples). Dans un scénario négatif de récession de l'économie mondiale, les rendements seraient négatifs. Dans un cas de figure très optimiste, sans conflit commercial, ils dépasseraient 10%.

Devises

Le dollar étend son empire

Aperçu des principales devises

	Nov/Déc 2024*	Year-to-date*	Avis 2025
EUR/USD	-3,8%	-5,2%	↘
EUR/CHF	-0,7%	0,5%	↘
GBP/USD	-1,8%	-0,5%	↘
USD/JPY	0,4%	8,2%	↗

* Variation au 12 décembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- En 2024, la vigueur de l'USD a juste fait une pause en été. Forte croissance économique et prévisions de politique monétaire ont été les principaux facteurs de sa force. Au bas de l'échelle figurent des devises latino-américaines comme le peso mexicain, plombé par les risques de conflit commercial.
- Le billet vert devrait rester solide en 2025. Le *carry* (différentiel de taux d'intérêt) devrait rester le principal moteur. Tandis que la Fed pourra réduire ses taux davantage, la BCE pourra le faire plus rapidement, ce qui préservera l'avantage de *carry* de l'USD.

Zone euro

- Nette dépréciation de l'EUR face à l'USD et à la GBP en 2024, mais en progression face aux autres grandes devises.
- L'EUR devrait rester faible en 2025. En cause : dynamique économique atone, politique monétaire assouplie et incertitude commerciale.

Royaume-Uni

- Une croissance plus forte que prévu et une moindre souplesse monétaire qu'attendu expliquent la résilience de la GBP en 2024.
- Le rapport GBP/USD devrait s'inverser quelque peu en 2025 - avec une baisse à la clé donc.

Suisse

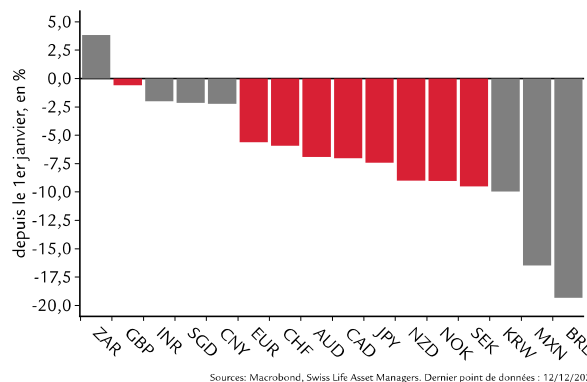
- En 2024, le CHF est resté quasi neutre face à l'EUR.
- La paire EUR/CHF devrait reculer légèrement en 2025, le différentiel d'inflation restant favorable à une nouvelle appréciation du CHF.

Japon

- Une année 2024 volatile pour la paire USD/JPY, les prévisions de la politique de la Banque du Japon ayant fait le yo-yo.
- En 2025 et malgré la prévision d'un tour de vis de la Banque du Japon, la paire USD/JPY devrait augmenter.

An 1 de l'ère du billet vert

Evolution en 2024 par rapport à l'USD d'un échantillon de monnaies des pays développés (rouge) et émergents (gris)



Voilà un an, nous prévoyions une année 2024 placée sous le signe d'un USD fort. En effet, après une année 2023 contrastée, le diagramme de rendement 2024 (voir ci-dessus) traduit la surperformance (presque) sans partage de l'USD. Unique exception, le rand sud-africain (ZAR), seule devise de cette analyse ayant réussi à s'apprécier face à l'USD. L'essentiel de la résilience du ZAR réside dans l'apaisement des risques politiques après les élections de mai qui ont produit un gouvernement de coalition. Autrement, la domination du billet vert a été portée par la forte croissance économique américaine et le *carry* évoluant en faveur du dollar. La tendance à la vigueur du billet vert devrait demeurer en 2025. Le retour de Donald Trump au pouvoir en janvier fait tabler le marché sur une politique budgétaire plus souple (baisses d'impôts et droits de douane ciblés). La vigueur de l'USD devrait en profiter. En Europe, grande incertitude et profonds remous politiques en Allemagne et en France devraient persister quelques mois, pesant sur l'EUR. De plus, la sous-performance des économies de l'UEM par rapport à l'américaine est structurelle. De nouveaux tarifs douaniers devraient l'aggraver. Selon nous, la BCE a ainsi les clés et les coudees franches pour effectuer plus de baisses de taux directeur que la Fed en 2025. Le delta de taux qui en résulterait favorisera l'USD. Cet avantage de *carry* est la base de notre avis positif sur l'USD en 2025. Outre l'EUR, le billet vert devrait également dominer la GBP et le JPY. Concernant le CHF, les flux vers les valeurs refuges devraient diminuer au vu de l'évolution de la situation au Moyen-Orient, tandis que l'économie suisse devrait rester solide.

Allocation d'actifs

Trajectoire 2025 légèrement positive – mais heurtée

Synthèse

- Les marchés financiers nous ont surpris en 2024. Attendus en baisse, les rendements obligataires ont augmenté, et malgré des valorisations élevées, les actions ont signé de jolis gains. Les faibles écarts de crédit se sont davantage resserrés.
- Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette situation : résilience de l'économie américaine, repli de l'inflation moins rapide que prévu, potentiel de l'IA pour la productivité et élection de Donald Trump. Les marchés financiers s'intéressent à la croissance future, attendue en excellente forme. Mais cela signifie que les valorisations n'ont que peu de poids. Le pari est que la croissance des bénéficiaires justifiera le niveau élevé de valorisation.

Allocation d'actifs : avis actuels

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

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

- En 2025, le rendement des marchés financiers pour un investisseur diversifié devrait être légèrement positif. Côté actions, la forte valorisation résulte surtout de cours élevés d'une poignée de mastodontes, et bien d'autres segments sont abordables. Considérant les nombreux risques (géo)politiques et les fortes valorisations, la volatilité sera de la partie. Cependant, notre scénario de référence postulant une solide croissance économique, toute correction serait une opportunité d'achat. Cela pourrait induire des rebonds rapides, surtout dans les segments accessibles (petites capitalisations et titres européens).
- Prudence côté dette d'entreprise, les faibles écarts créant des risques asymétriques. Le potentiel de resserrement est limité dans un scénario favorable, alors que celui d'un creusement est important dans un cas de figure négatif pour l'économie. Entre une surévaluation des actions ou des obligations, notre choix se porte sur les premières.
- Les rendements obligataires sont attractifs – surtout ceux du Trésor. Ceux en EUR un peu moins, et en CHF pas du tout. Le scénario de référence prévoit une baisse limitée des rendements des T-Bonds. Toutefois, la dette souveraine devrait parer le risque de correction du marché des actions.

2024 très surprenante, 2025 positive et volatile

Nous attendions des rendements obligataires solides et légèrement positifs pour les actions en 2024. L'année s'est déroulée quelque peu différemment : les premiers cités (sauf en CHF) ont augmenté, et les marchés mondiaux des actions ont été solides. Le tableau suivant décrit le rendement simulé en 2024 pour un portefeuille composé à 50% d'obligations et à 50% d'actions en CHF et en EUR.

Portefeuille 50% obligations/50% actions – simulation

Devise du portefeuille	Rendement 2024 year-to-date*
CHF	12,5%
EUR	13,4%

Allocation : 40% d'obligations d'Etat et d'obligations IG nationales, 10% d'obligations d'entreprises IG mondiales (couvertes contre le risque de change), 20% d'actions « nationales » et 30% d'actions « mondiales » des pays développés (non couvertes). Les calculs sont basés sur des indices et n'incluent pas les frais

* Variation au 11 décembre. Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Portefeuille en CHF

- Bonne tenue du portefeuille équilibré en CHF grâce à un surprenant bon cru 2024 des obligations en CHF et à des actions mondiales solides. Cela efface partiellement la faiblesse des actions suisses, le timide rendement de la dette d'entreprise mondiale et l'impact de l'appréciation du CHF.
- Notre scénario de référence prévoit un rendement bien inférieur – mais positif – pour ce portefeuille. En effet, les emprunts en CHF et les actions mondiales devraient être moins performants qu'en 2024. De plus, le CHF va rester sous pression haussière, surtout face à l'EUR.

Portefeuille en EUR

- La performance est meilleure. Les rendements obligataires en EUR, inférieurs à ceux en CHF, ont été plus que compensés par la performance relative bien meilleure des actions de l'UEM et de l'effet positif du recul de l'euro.
- Notre scénario de référence pour 2025 prévoit des rendements en repli, mais positifs. Les baisses de taux vont porter les emprunts en EUR et le marché actions de l'UEM pourrait s'améliorer, car sa valorisation est attractive, ce qui soutient la performance du portefeuille.

Swiss Life Asset Managers



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



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
✕ @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



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



José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@swisslife-am.com

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par le Département Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, F-75001 Paris à ses clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset

Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-**

Uni : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée

par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset

Managers Holding AS, Haakon 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.