

Février 2026

A retenir

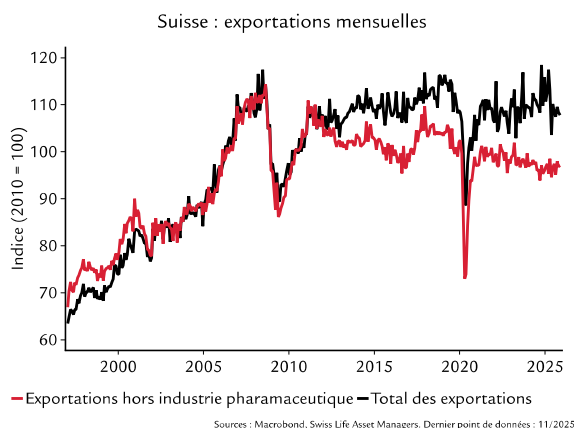
- Etats-Unis : consommation solide malgré l'emploi atone ? Le taux d'épargne en baisse est une des clés p. 2
- Allemagne : la politique budgétaire portera la croissance, mais sa mise en œuvre est très incertaine p. 3
- France : un répit en matière de politique intérieure p. 3
- Suisse : l'inflation s'éloigne de nouveau de zéro p. 4
- Royaume-Uni : le ralentissement de l'emploi entraîne celui de l'inflation des services p. 5
- Chine : une économie toujours bicéphale – faible demande intérieure, exportations élevées 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	2,4% ↑	2,4% ↑	2,0%	2,0%	3,0% ↓	2,6% ↓	2,6%	2,4%
Zone euro	1,0%	1,1%	1,2%	1,4%	1,8% ↓	1,8%	2,0%	1,9%
Allemagne	0,9% ↓	1,1%	1,3%	1,5%	1,9% ↓	2,0%	1,7%	2,0%
France	1,1%	1,0% ↑	1,2%	1,1%	1,1% ↓	1,2% ↓	1,5%	1,6%
Italie	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	1,4% ↓	1,4% ↓	1,9%	1,8%
Espagne	1,9%	2,2%	1,8%	1,9%	2,0% ↑	2,2% ↑	1,8%	2,1%
Royaume-Uni	1,2%	1,0%	1,3%	1,3%	2,4%	2,4% ↓	2,0%	2,2%
Suisse	1,2%	1,2%	1,4%	1,5%	0,5%	0,4%	0,8%	0,7%
Chine	4,5% ↑	4,6% ↑	4,7%	4,4%	0,8% ↓	0,6%	1,0%	1,0%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 16 janvier 2026

Graphique du mois



La Chine est passée au deuxième rang mondial des développeurs de nouveaux médicaments. Le modèle actuel est simple : les entreprises chinoises octroient les licences de leurs principes actifs aux multinationales pharmaceutiques. Les premières profitent de l'expertise en matière de commercialisation et de réglementation, et les secondes, de l'innovation chinoise. Mais Pékin entend couvrir toute la chaîne de valeur et devenir un acteur mondial. Selon les experts, il lui faudra encore des années, mais cette concurrence arrive. Ce sera un défi croissant pour la Suisse, dont la dynamique d'exportation dépend fortement du secteur pharmaceutique (voir Graphique du mois).

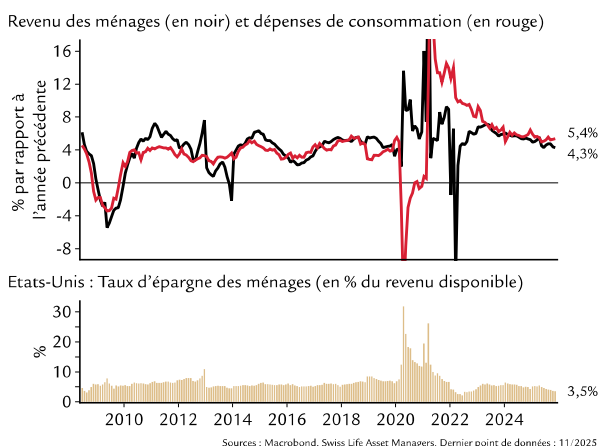
Etats-Unis

Le brouillard se dissipe

Après le plus long *shutdown* de l'histoire, les données du second semestre 2025 se sont consolidées. Globalement, PIB et chiffres d'activité du 4^e trimestre ont livré de bonnes surprises. L'économie américaine reprend de l'élan en début d'année, nous avons donc relevé notre prévision de PIB pour 2026. Mais vu la faiblesse du marché de l'emploi, la solide consommation des ménages n'a pas d'ancrage stable et s'explique notamment par le repli du taux d'épargne (3,5% seulement en novembre). Certes, l'inflation a baissé à 2,7% en fin d'année, mais elle sera indiquée trop faible jusqu'en mars 2026 du fait d'hypothèses incertaines sur l'inflation des coûts du logement (absence de données lors du *shutdown*). De plus, les marchés sous-estiment selon nous la pression inflationniste induite par les droits de douane en 2026. La « crise du pouvoir d'achat » reste donc la principale préoccupation des électeurs. L'incitation à raviver le conflit douanier avant les *midterms* est donc faible, ce qui a probablement contribué à faire reculer Washington dans ses vues sur le Groenland. Avec le *One Big Beautiful Bill*, la politique budgétaire est déjà expansionniste en 2026. L'administration tente désormais de s'attaquer au problème du pouvoir d'achat par des mesures populistes comme le plafonnement des taux des cartes de crédit, des interventions sur le marché résidentiel ou des pressions sur la Fed. Mais il s'agit de mesures à court terme aux effets secondaires problématiques sur le plan économique.

La croissance retrouvera son potentiel en 2027

Cette édition des Perspectives présente pour la première fois nos prévisions pour 2027. Aux Etats-Unis, nous tablons sur une croissance du PIB de 2%, soit la croissance potentielle. Contrairement à 2026, nous n'attendons pas d'impulsions budgétaires et monétaires, mais le choc douanier devrait être digéré. L'inflation va donc progressivement revenir vers l'objectif de 2%.



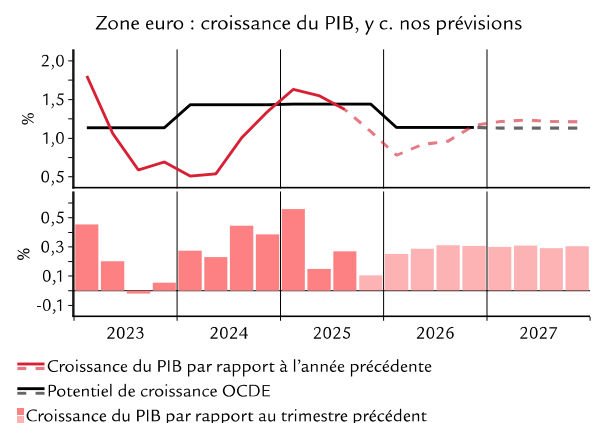
Zone euro

Budget 2027 : une pente douce plutôt qu'un mur

Malgré les dernières tensions géopolitiques, l'économie européenne a entamé l'année avec optimisme, tout du moins à la lecture des PMI. Ainsi, celui pour l'ensemble de l'économie est resté inchangé à 51,5 points. Au premier abord, l'année 2027 sera axée sur différents thèmes qui influenceront fortement les perspectives de croissance de la zone euro dans son ensemble. Nous estimons que la politique budgétaire en particulier portera la croissance, tandis que la politique monétaire devrait être plutôt neutre. La politique budgétaire allemande notamment devrait être encore plus souple en 2027 qu'en 2026, avec à la clé un taux de croissance supérieur au potentiel. En France et dans les pays du sud de l'UEM, nous prévoyons toutefois un durcissement de la politique budgétaire. L'arrivée à terme du programme NextGenerationEU (NGEU) devrait notamment peser sur l'Europe méridionale. L'Italie et l'Espagne en particulier ont largement profité de ces fonds européens ces dernières années. Toutefois, 2027 ne devrait pas marquer un arrêt brutal des capitaux, mais plutôt une réduction progressive. Les éventuels projets devront certes être soumis d'ici août 2026, mais les versements pourront avoir lieu d'ici la fin de cette année. Ainsi, une part considérable des dépenses impayées devrait être réglée en 2027, atténuant quelque peu les répercussions. Nous estimons donc que la fin du programme NGEU sera moins un mur budgétaire qu'une pente douce. La politique budgétaire devrait donc être moins restrictive que ne le laissent supposer les gros titres.

Inflation sous contrôle

Côté inflation, nous prévoyons peu de mouvement en 2027. Dans les quatre plus grands pays de la zone euro, elle devrait rester légèrement inférieure à 2%.



Allemagne

La politique budgétaire, relais majeur de croissance

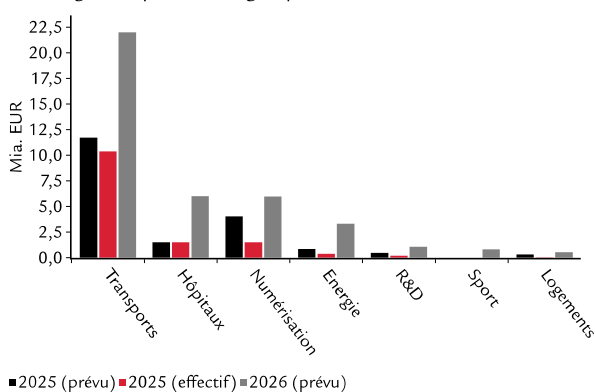
Contexte difficile pour l'économie allemande en ce début 2026. Sans le soutien de l'Etat, la dynamique conjoncturelle serait très faible. Les perspectives seront largement tributaires de l'expansion budgétaire, dont la mise en œuvre, la rapidité et l'efficacité restent toutefois incertaines. Les dépenses issues du budget spécial ont nettement augmenté en 2025 et devraient poursuivre leur hausse en 2026. Les différences entre dépenses effectives et dépenses prévues traduisent en outre un tableau hétérogène (voir illustration). Dans les infrastructures de transport, les ressources existantes ont été rapidement engagées car les projets étaient présents et l'importance accordée à la maintenance, élevée. Mais dans des secteurs plus complexes (infrastructures énergétiques, recherche et numérisation), les engagements ont été nettement inférieurs aux prévisions, signe d'exigences plus élevées côté concepts, autorisations et coordination. L'impulsion budgétaire de ces investissements d'importance structurelle dépend donc largement de leur exécution. La clé ici n'est pas la trajectoire du déficit, mais une exécution efficace et coordonnée, pour vite garnir les carnets de commandes et lancer la production.

Les Länder et les dépenses de défense sont des relais de croissance supplémentaires. Mais cela accroît aussi la pression sur les capacités et le secteur de la construction, et par conséquent, le risque que les programmes se disputent des ressources limitées, faisant augmenter la pression sur les prix. Sur les plans politique et financier, les bases de l'expansion budgétaire sont posées, mais la difficile traduction dans l'économie réelle se fait attendre.

Politique budgétaire toujours décisive en 2027

Le budget marquera la conjoncture au-delà de 2026, la croissance du PIB en résultant entraînant des effets de second tour. Nous prévoyons une accélération de 0,9% en 2026 à 1,3% en 2027.

Allemagne : dépenses, budget spécial consacré aux infrastructures



France

Croissance prévue un peu au-dessus du consensus

En recourant à l'article 49.3, le Premier ministre Sébastien Lecornu devrait parvenir à faire adopter un budget, apportant un peu de répit sur le plan de la politique intérieure. Après les élections municipales de mars, l'agenda politique se tournera définitivement vers l'élection présidentielle de 2027. Malgré l'instabilité politique intérieure qui perdure depuis 2024, la reprise économique cyclique continue de prendre forme, avec le moral de l'industrie s'améliorant encore en début d'année. Selon une enquête de l'Insee, la confiance dans ce secteur a atteint son plus haut niveau depuis juillet 2022. Le moral des ménages aussi s'est amélioré dernièrement, notamment grâce à des perspectives d'emploi jugées meilleures. En période de forte incertitude géopolitique et de scepticisme généralisé quant à la reprise économique du noyau dur de l'Europe, il semble opportun d'évoquer pour une fois un risque prévisionnel à la hausse. Depuis septembre 2025, un processus de désépargne modéré se profile de la part des ménages. Une accélération de cette évolution pourrait porter leur consommation davantage que ne le prévoit notre scénario de référence.

Le spectre inflationniste relégué au second plan

Dans l'ensemble, les prévisions d'inflation des agents économiques témoignent d'une détente. Le point mort d'inflation, calculé à partir des prix des emprunts indexés sur l'inflation à dix ans, est actuellement de 1,8%. Depuis des mois, les enquêtes auprès des ménages font état d'une prévision d'inflation stable de 2% en moyenne pour les trois prochaines années. La première prévision du consensus disponible pour 2027 est de 1,6%. Comme le montre le tableau en page 1, notre prévision d'inflation pour 2026 et 2027 est légèrement inférieure à celle du consensus.

France : prévisions d'inflation sur 10 ans, dérivées des prix des obligations indexées sur l'inflation



Italie

Normalisation des exportations vers les Etats-Unis

L'économie italienne reste solide. D'après Istat, l'institut statistique national, le moral est à la hausse dans tous les secteurs au 2^e semestre 2025, hormis dans la construction. Dans l'industrie, le niveau de départ était faible. Côté débouchés des exportations, curieusement, ce ne sont pas les Etats-Unis qui posent problème. Après un creux et en moyenne glissante sur 12 mois, de nouveaux records ont été atteints dès octobre. C'est l'Allemagne qui inquiète, avec peu de signes de reprise. Cela devrait changer avec les mesures budgétaires allemandes de 2026, dont l'industrie italienne de l'armement pourrait particulièrement profiter. En parallèle, l'économie intérieure est robuste et le marché de l'emploi garde la forme. Pour 2027, nous attendons toutefois un ralentissement conjoncturel, car en 2026, le programme NextGenerationEU, dont l'Italie a été la principale bénéficiaire, arrive à terme. Toutefois, comme les capitaux perçus et les projets ainsi financés produiront encore des effets sur l'économie en 2027, il ne s'agit pas d'un mur budgétaire, mais d'un vent contraire modéré et persistant pour l'économie.

Espagne

Soutien budgétaire insuffisant en 2027

La situation politique en Espagne reste tendue. Les espoirs d'un accord rapide sur le conflit budgétaire restent donc ténus, car le gouvernement minoritaire de Pedro Sánchez ne dispose pas de la majorité parlementaire nécessaire. Sur ce point, notamment dans la perspective de l'expiration du programme NGEU à l'été 2026 (cf. texte sur la zone euro), l'Espagne aurait un besoin croissant de soutien budgétaire pour compenser, du moins en partie, la disparition de ces impulsions. Cela étant, un tel cas de figure supposerait des élections anticipées, ce qui n'est pas le scénario que nous retenons pour l'heure. Nous tablons plutôt sur des impulsions budgétaires substantielles, seulement après les prochaines élections générales régulières. Ces dernières devront avoir lieu au plus tard en août 2027. Par conséquent, une politique budgétaire plus active ne sera pas possible avant le budget 2028 au plus tôt. Avec le repli du soutien budgétaire, nous prévoyons un taux de croissance du PIB espagnol de 1,8% en 2027, légèrement inférieur au potentiel et à la prévision pour 2026.

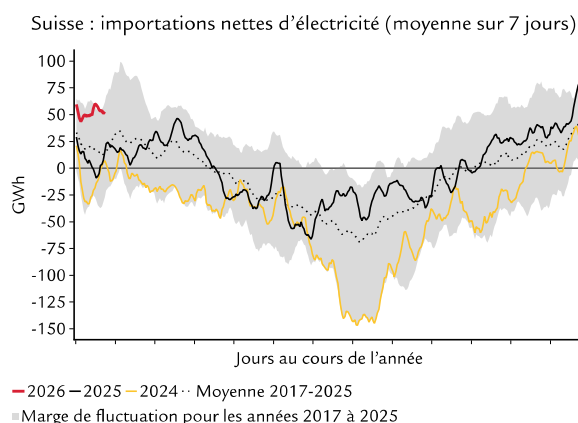
Suisse

Importations d'électricité anormalement élevées

Depuis novembre, le conflit douanier avec les Etats-Unis s'est apaisé. La nette amélioration du moral des ménages depuis témoigne d'une attente d'une meilleure évolution économique. Toutefois, l'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du Secrétariat d'Etat à l'économie SECO ne montre à ce jour aucun effet immédiat sur la dynamique économique. Le niveau des stocks des commerçants américains est si élevé qu'il suffira à satisfaire la demande jusqu'au printemps. Après tout, les désavantages par rapport à la concurrence européenne ont disparu, et avec eux le risque à court terme d'une délocalisation massive de la production par les exportateurs suisses. Nous ne prévoyons désormais plus qu'une nouvelle légère hausse du taux de chômage d'ici mi-2026. Jusqu'à nouvel ordre, la prévision de croissance du PIB doit tenir compte de la situation exceptionnelle de l'approvisionnement en électricité. Les travaux de maintenance de la centrale nucléaire de Gösgen nécessitent des importations d'électricité anormalement élevées depuis l'été (voir graphique). Une situation qui pèse déjà sur le bilan du commerce extérieur dans le rapport sur le PIB au 3^e trimestre 2025. Cette situation perdure depuis. Rien qu'en janvier 2026, les importations nettes d'électricité ont été six fois plus élevées qu'en janvier 2025.

Inflation 2027 un peu au-dessus du consensus

Pour l'année en cours et pour 2027, notre prévision d'inflation est légèrement supérieure à celle du consensus. La composante des loyers dans l'indice suisse des prix à la consommation devrait retrouver une pondération plus élevée en 2026. L'évolution des prix durablement supérieure à la moyenne de cette catégorie renforce la tendance à s'éloigner de l'actuelle inflation zéro.



Royaume-Uni

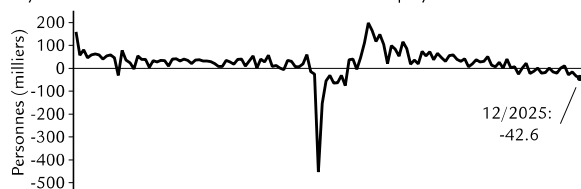
Ralentissement durable sur le marché du travail

Avec +0,3% en novembre, l'économie britannique a progressé plus que prévu par rapport au mois précédent. Une situation notamment permise par le rebond de la production automobile après la cyberattaque contre Jaguar/Land Rover en septembre. De plus, le secteur tertiaire a poursuivi sa croissance soutenue. Toutefois, nous pensons que cette dynamique positive n'a pas continué en décembre. En revanche, le ralentissement sur le front de l'emploi s'est encore accentué. Le taux de chômage a encore augmenté, alors que le nombre de postes vacants ne cesse de diminuer. La croissance des salaires ralentit toutefois moins vite que ne le laissait supposer le fléchissement de la dynamique du marché du travail. Cela s'explique notamment par la hausse continue des rémunérations dans le secteur public. Dans l'ensemble, nous n'attendons pas de fortes turbulences sur le marché du travail, même si le contexte devrait rester difficile en 2026. De la perspective de l'inflation, c'est toutefois une évolution bienvenue. Le repli de la pression salariale devrait notamment freiner la pression inflationniste persistante sur les prix des services, d'autant plus que les coûts salariaux dans ce secteur représentent une part élevée. Des effets de base des prix réglementés et de l'énergie, ainsi que la baisse du coût de cette dernière pour les ménages, devraient s'y ajouter.

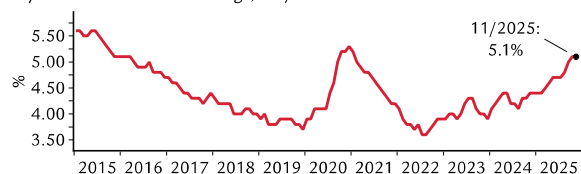
Reprise modérée en 2027

L'inflation ne devrait toutefois repasser sous l'objectif de 2% de la Banque d'Angleterre qu'en 2027. Côté croissance, nous prévoyons une légère accélération en 2027 par rapport à 2026, principalement portée par la reprise continue de la consommation privée. En revanche, nous attendons un léger repli des dépenses publiques en 2027 par rapport à 2026, en raison des mesures annoncées dans le budget d'automne.

Royaume-Uni : variation mensuelle du nombre d'employés



Royaume-Uni : taux de chômage, moyenne trimestrielle



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12.2025

Chine

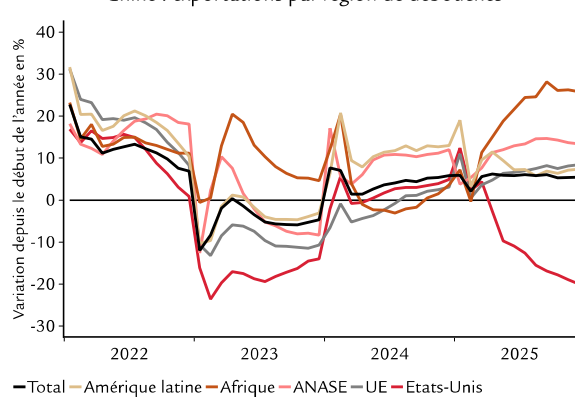
Une économie chinoise toujours bicéphale

En 2025, la Chine a enregistré une croissance de 5% de son PIB, atteignant ainsi son objectif annuel. Mais ce chiffre cache une économie à deux vitesses : la demande intérieure reste faible, pénalisée par la correction de l'immobilier et la campagne anti-involution pour lutter contre une concurrence locale démesurée. En parallèle, la production industrielle connaît une solide croissance, surtout dans le secteur high-tech, car la capacité d'innovation chinoise croît sans cesse (voir Graphique du mois). Malgré les droits de douane, les produits high-tech portent la croissance des exportations et constituent actuellement le principal relais de croissance. Les exportations devraient rester cruciales pour le PIB en 2026. Primo, des relations commerciales largement diversifiées atténuent le recul des exportations américaines, en chute de 20% en 2025. Secundo, la compétitivité reste élevée, soutenue par des chaînes d'approvisionnement intégrées et une monnaie sous-évaluée. Tertio, les politiques visent à doper les progrès technologiques et le développement de produits high-tech (voitures électriques, panneaux solaires, micro-puces ou électroménager), déjà parmi les relais majeurs de croissance en 2025. Nous prévoyons toutefois une croissance de seulement 4,5% en 2026, la correction dans l'immobilier continuant de peser sur les investissements et le moral des ménages. En 2027, la croissance devrait être un peu plus élevée (4,7%) portée par le secteur high-tech déjà bien ancré, tandis que l'effet négatif des difficultés de l'immobilier s'estompera.

Pas encore de reflation

Nous n'attendons que 0,8% d'inflation en 2026, toujours avec déflation des prix à la production, l'offre excédant la demande. Une véritable reflation (retour d'un niveau d'inflation soutenable porté par la demande) supposerait une contribution bien supérieure de la consommation et des services. Ce n'est pas l'hypothèse actuelle.

Chine : exportations par région de débouchés



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

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
in@marc_brütsch



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



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



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



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

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

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

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



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

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

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

Février 2026

Taux d'intérêt et obligations

Récession peu probable et écarts serrés

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Jan. 2026*	Year-to-date*	Actuel	Jan. 2026*	Year-to-date*
US	4,3%	9 pb	9 pb	71 pb	-7 pb	-7 pb
Zone euro	2,9%	0 pb	0 pb	73 pb	-5 pb	-5 pb
UK	4,6%	8 pb	8 pb	81 pb	-2 pb	-2 pb
CH	0,2%	-4 pb	-4 pb	74 pb	-5 pb	-5 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 29 janvier. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Hausse des rendements des T-Bonds sur toute la courbe en janvier, portée par celle des échéances à 2 ans, supérieure à celle des 10 ans. Le risque reste prisé : nouveau resserrement des écarts de crédit en USD et surperformance des segments moins bien notés.
- La Fed devrait ignorer la volatilité de l'inflation à court terme. Deux baisses restent prévues pour 2026, portant le taux (limite inférieure) à 3,00%.

Zone euro

- Hausse moins marquée des rendements allemands 3-7 ans vs les américains. Resserrement des écarts de crédit ; le high yield (HY) a surperformé l'investment grade (IG) sur les rendements excédentaires.
- Repli de l'inflation dans l'UEM, attendue à 1,8% en 2026, sans baisse de taux supplémentaire.

Royaume-Uni

- Légère hausse du rendement des gilts à 10 ans depuis le début d'année ; Resserrement des écarts de crédit IG.
- Comme prévu, la BoE a baissé son taux directeur en décembre. Deux autres baisses restent prévues en 2026, portant le taux à 3,25%.

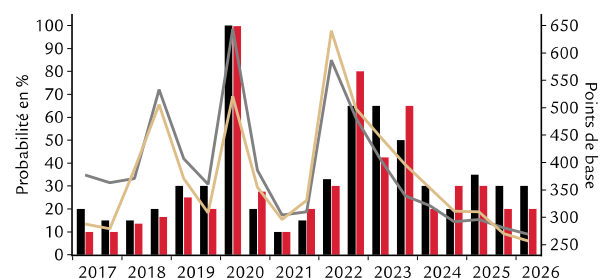
Suisse

- Léger resserrement des écarts IG en janvier et léger recul du rendement du titre souverain à 10 ans.
- Malgré le flou côté *tariffs*, une solide croissance est prévue en 2026. Pas de baisse de taux prévue, même avec une inflation aussi basse, la BNS tolérant une sous-performance temporaire.

Le crédit porté par le faible risque de récession

Faibles probabilités de récession à un an aux Etats-Unis et dans l'UEM (respectivement 30% et 20%). Nette corrélation positive des écarts HY avec les estimations (voir graphique), souvent anticipées et plus volatiles. Les modèles de probabilité de récession utilisent la courbe de rendement (rendements à 10 ans moins 3 mois) et intègrent souvent des écarts de crédit. La corrélation est intuitive : un risque de récession plus élevé limite l'attrait des actifs risqués et augmente les défauts attendus. D'un point de vue descendant, le resserrement actuel reflète trois facteurs : 1. prévisions de croissance stables, voire en hausse, du PIB aux Etats-Unis et en zone euro 2026/2027 ; 2. perspective de deux nouvelles baisses par la Fed en 2026 ; 3. faibles probabilités de récession et raidissement des courbes. Nous restons donc neutres en duration sur le segment de rendement à 2 et 10 ans aux Etats-Unis, dans l'UEM et en Suisse. Solide ancrage des taux américains à l'extrémité courte, l'essentiel de la prime de terme étant intégrée. En Europe, la dynamique de l'offre pourrait faire grimper les rendements obligataires souverains. Nous restons légèrement baissiers sur les rendements des T-Bonds et faiblement haussiers sur ceux de la dette souveraine en EUR. Ecarts de crédit tendus, mais fondamentaux solides. Rendements absolus (p. ex. plus de 3% sur l'IG en EUR) modérément attrayants, favorisant l'absorption de l'émission primaire. Nous restons neutres sur le crédit IG et HY en EUR et USD en février.

Ecarts de crédit HY et probabilité de récession



■ Probabilité de récession en zone euro (à 1 an), gauche
■ Probabilité de récession américaine (à 1 an), gauche
— Spread USD HY ajusté des options, droite
— Spread EUR HY ajusté des options, droite

Sources : ICE, Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 29.01.2026

Actions

La fête continue – pour le moment

Marchés régionaux des actions	Jan. 2026*	Year-to-date*
Etats-Unis	1,9%	1,9%
Zone euro	2,6%	2,6%
Royaume-Uni	2,3%	2,3%
Suisse	-1,4%	-1,4%
Marchés émergents	10,9%	10,9%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.
* Variation au 29 janvier. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- La fête s'est poursuivie en janvier pour les actions.
- Les styles en sous-performance depuis des années (pondération égale, small caps et dividende élevé) surperforment jusqu'ici. Les Magnificent 7 et l'IA ont sous-performé sur le mois.
- Solides résultats trimestriels, la croissance des ventes et des bénéfices étant supérieure aux attentes.
- La valorisation est riche en termes absolus et relatifs.

Zone euro

- Le marché européen devance l'américain depuis le début de l'année.
- La performance de style est aussi différente : le dividende sous-performe, alors que les titres de croissance surperforment. Jusqu'ici, les banques surperforment l'indice d'actions européen global.

Royaume-Uni

- Le début d'année britannique est similaire à celui de l'eurozone.
- Ce marché affiche la plus faible valorisation parmi les marchés actions des grands pays industrialisés.

Suisse

- Le marché suisse signe la plus faible performance depuis le début de l'année, surtout en raison de Nestlé et du secteur de l'assurance. La pharma a surperformé.
- La valorisation du marché est plus élevée qu'en Europe ou au Japon, mais moindre qu'aux Etats-Unis.

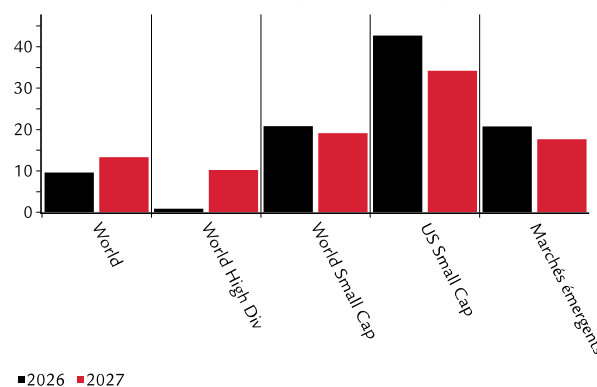
Marchés émergents

- Une fois de plus, les ME surperforment largement. Les titres de l'IA en Asie et le secteur des matériaux (intégrant producteurs de matières premières et mines) en sont les fers de lance.
- Le marché le plus performant à ce jour est la Corée du Sud, avec un gain supérieur à 20%. Les titres de l'IA des ME restent moins chers que leurs homologues américains. Les prévisions de bénéfices ont été relevées de 6% cette année.

Opportunités d'investissement en 2026

D'anciens retardataires refont surface dernièrement. Dans nos dernières Perspectives, nous privilégions les actions à dividendes, les small caps et les marchés émergents. Ces trois segments étaient à la traîne du marché global, mais leur valorisation plus intéressante, surtout face au marché américain et aux titres portés par l'IA, a ravivé l'intérêt des investisseurs. Selon nous, cette rotation ne fait que commencer, et ce trio recèle un bon potentiel de rendement. Les considérations suivantes plaident pour les actions à dividendes : 1. valorisation plus faible (C/B de 17 contre 23 mondiale) ; 2. moins d'exposition à la tech et à l'IA (11% vs 36%) et concentration moindre qu'aux Etats-Unis (55% vs 75%). De plus, les dividendes élevés (3,2% vs 1,6%) offrent un tampon similaire aux obligations. L'absence de chevauchement entre les dix titres clés des indices MSCI World et MSCI World High Dividend renforce la diversification. L'argument en faveur des marchés émergents est à la fois tactique et assis sur le long terme. Après des années de terne performance (difficultés économiques, forte dilution après cotation initiale et augmentations de capital), la valorisation relative des actions des ME est intéressante. Le boom de l'IA et des matières premières, couplé à un dollar plus faible, offre un contexte propice. La forte marge de baisse des taux et l'amélioration des prévisions de bénéfices dégaient l'horizon. La faveur donnée aux small caps provient surtout de prévisions de bénéfices et de croissance en forte hausse. Le BPA devrait progresser de 20% en 2026 et 2027, contre 10% et 13% attendus pour les large caps. Aux Etats-Unis, la croissance des bénéfices des small caps devrait dépasser 30% en 2026 et 2027. Deux risques majeurs pèsent sur la performance de ces trois styles : fort ralentissement économique et nouvel essor des titres américains de la tech et de l'IA.

Croissance des bénéfices prévue (résultat par action)



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Devises

Retour de la crise de confiance

	Jan. 2026*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	1,9%	1,9%	↘
EUR/CHF	-1,7%	-1,7%	→
GBP/USD	2,5%	2,5%	↘
USD/JPY	-2,3%	-2,3%	→

* Variation au 29 janvier. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Pondéré des échanges, l'USD cède 1,8% en janvier, sur fond de retour de la crise de confiance après les menaces américaines sur le Groenland.
- Nous estimons que le récent mouvement de l'USD est allé trop loin. Le billet vert devrait donc se raffermir face à la plupart des grandes devises en février (voir texte principal ci-contre).

Zone euro

- L'EUR a gagné près de 2% face à l'USD en janvier, mais a cédé du terrain au CHF, à la SEK et à la NOK.
- Nous prévoyons une croissance et une inflation stables dans l'UEM, sans grande impulsion pour les taux de change de l'EUR. La baisse attendue de la paire EUR/USD s'explique surtout par l'USD.

Royaume-Uni

- Dans le sillage de la faiblesse générale de l'USD, la paire GBP/USD s'est appréciée en janvier, alors que la GBP a plutôt résisté face à l'EUR.
- La faiblesse de l'USD devrait s'inverser en février, nous sommes donc négatifs sur la paire GBP/USD. Nous sommes neutres sur la paire GBP/EUR.

Suisse

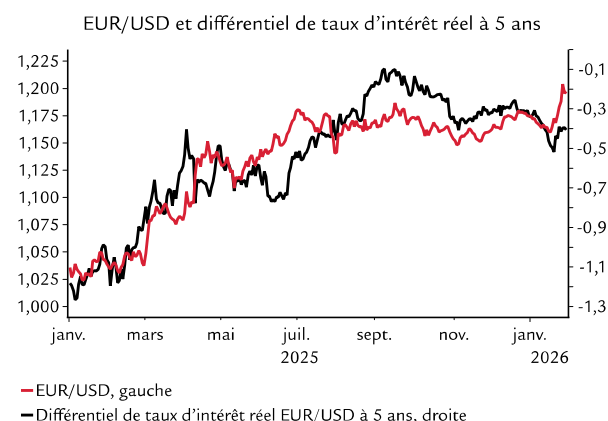
- Forte appréciation du CHF face à l'EUR et à l'USD vu l'aversion temporaire au risque des marchés financiers. Même si les risques ont reflué fin janvier, le CHF est resté solide.
- A ces niveaux, le CHF ne devrait pas se raffermir. Nous optons donc pour une position neutre sur la paire EUR/CHF et positive sur la paire USD/CHF.

Japon

- La vente massive du JPY a cessé en janvier. L'intervention coordonnée des autorités a entraîné une forte appréciation du JPY face à l'USD.
- Après une forte volatilité, les marchés devraient se calmer en février. Nous sommes neutres sur la paire USD/JPY ce mois-ci.

L'USD a trop plongé en janvier

Première quinzaine de 2026 positive pour l'USD, grâce à la vigueur de l'économie américaine. Les vues sur le Groenland, cependant, ont ravivé et aggravé la crise de confiance. Conséquence, l'USD pondéré des échanges perd 3%. Malgré cette perturbation, d'autres aspects de cette fameuse crise ont progressé récemment. Les risques planant sur l'indépendance de la Fed se sont notamment atténués. Primo, l'audience dans l'affaire de l'administration Trump pour destituer Lisa Cook du conseil des gouverneurs de la Fed a profité à l'économiste. Les juges de la Cour suprême ont exprimé leur ferme soutien à l'indépendance de l'institution. Il semble donc très peu probable que l'administration obtienne gain de cause. Secundo, les favoris des marchés pour succéder à Jerome Powell sont Rick Rieder et Kevin Warsh. Même si les deux candidats vont probablement faire pression pour baisser les taux d'intérêt, les marchés financiers les jugent crédibles. Tertio, le renouvellement du mandat des présidents régionaux de la Fed s'est bien déroulé en janvier. Enfin, l'épisode du Groenland a rappelé aux investisseurs le risque latent d'un pic de volatilité dû à la politique américaine. Cela étant, le rétropédalage de D. Trump sur les menaces douanières conforte notre opinion selon laquelle il n'est pas disposé à raviver le conflit douanier avant les *midterms*. L'explication tient dans une inflation toujours élevée, plaçant la crise du pouvoir d'achat tout en haut des préoccupations des électeurs américains. Nous pensons que la récente vente massive de l'USD a été trop forte, surtout en comparant l'évolution de la paire EUR/USD à des évolutions fondamentales comme celle du différentiel de taux d'intérêt réel à cinq ans entre l'EUR et l'USD (voir graphique). Nous sommes donc positifs sur l'USD en février.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Dernier point de données : 29.01.2026

Allocation d'actifs

La part belle au risque début 2026

Bilan de janvier

- Début d'année solide des actions mondiales, malgré les tensions géopolitiques et les signaux macroéconomiques contrastés. La décision très controversée de D. Trump de s'adjuger le Groenland – qui a d'abord fait monter les tensions avant de passer à un cadre négocié soutenu par l'OTAN – a ajouté à la volatilité du début d'année et aux corrections imminentes, même si les actions ont fini en hausse.
- Légère hausse des rendements des T-Bonds, sous l'effet des menaces douanières après les vues annoncées sur le Groenland, faisant craindre une hausse future de l'inflation. Dans l'UEM, les rendements sont inchangés.
- En janvier, l'USD pondéré des échanges s'est affaibli.
- Nouveau resserrement des écarts de crédit, atteignant des niveaux historiquement bas, portés par des prévisions de défaut contenues.

Allocation d'actifs : avis actuels

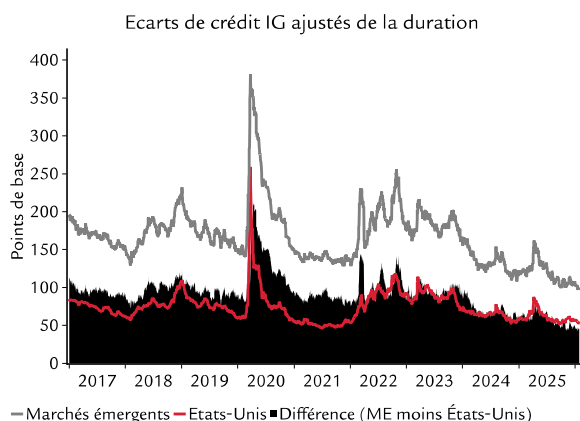
Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	neutre
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Actions mondiales	surpondération

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

- Solide dynamique des bénéfiques et conditions monétaires souples : nous restons surpondérés sur les actions mondiales. Nous privilégions les titres japonais, américains et des marchés émergents.
- Actions suisses surpondérées également, vu la composition sectorielle défensive et les solides fondamentaux des entreprises.
- Prudence sur les obligations d'entreprise, aux écarts historiquement tendus. Ces niveaux offrent un potentiel de rendement limité et une compensation du risque insuffisante comparée aux actions.
- Généralement intéressants, les rendements obligataires globaux sont fortement réduits pour les investisseurs en CHF du fait de la couverture. Nous privilégions donc la dette des ME, au gain net de rendement supplémentaire.
- Côté dette souveraine, nous sommes neutres à légèrement prudents et prévoyons des rendements en fourchette restreinte.
- Côté investisseurs en CHF, nous restons surpondérés sur l'immobilier suisse basé sur la VNI, où la forte dynamique devrait perdurer.

Obligations des ME : retour en grâce

Gain d'attractivité des obligations des ME comme opportunité de carry dans les portefeuilles multi-actifs actuels. Contexte macroéconomique favorable : la croissance mondiale est stable, l'inflation ralentit et les banques centrales des ME avancent dans leur assouplissement, renforçant la demande intérieure et les fondamentaux du crédit. La dépréciation du dollar facilite le financement et, historiquement, est corrélée à une meilleure performance du crédit des ME. La prime de risque vs le crédit IG des marchés développés reste intéressante. La durée en général plus courte des obligations des ME rend leur carry plus efficient. Pour 2026, une surperformance d'environ 30 à 50 pb par rapport au crédit IG américain est attendue, portée par des fondamentaux solides, des bilans sains et une dynamique d'émission plus favorable. Ces cinq dernières années, le crédit IG des ME a très bien résisté aux multiples crises : Covid-19, immobilier chinois, guerre Russie-Ukraine, tensions au Moyen-Orient et choc d'inflation. Moins sensible à la volatilité spécifique aux marchés développés (bulle IA, tensions géopolitiques et commerciales), la classe d'actifs est moins exposée aux secteurs à risque. La sous-allocation perdurant côté investisseurs, les valorisations ne reflètent pas pleinement l'amélioration des fondamentaux, et les conditions techniques restent constructives. Même de modestes flux de réallocation peuvent avoir un fort impact sur les écarts. Pour les investisseurs multi-actifs, les obligations des ME offrent une belle association (carry attrayant, amélioration des fondamentaux et diversification du portefeuille). Cela dans une période où nombre de marchés du crédit développés semblent atteindre leur pleine valorisation. Ainsi, le revenu fixe des ME se mue en source de gain et potentiel de rendement total arrivant à point nommé.



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 27.01.2026

Swiss Life Asset Managers



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



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



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



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



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

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

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

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



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

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

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

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 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.