

Avril 2025

### A retenir

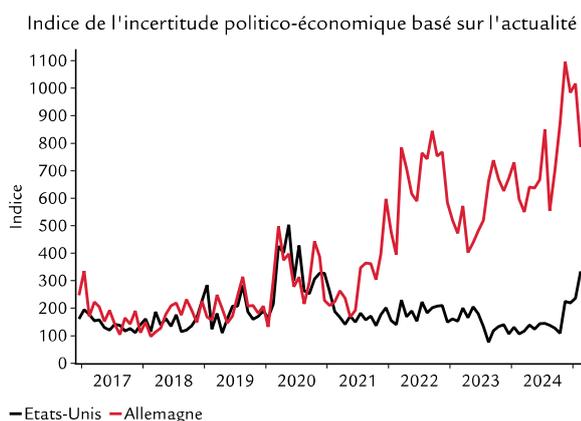
- Etats-Unis : Prévisions de croissance 2025 abaissées en raison des faibles perspectives de consommation privée
- Allemagne : le virage budgétaire pose les bases d'un redressement de la croissance à moyen et long terme
- Chine : les taxes américaines freinent les exportations, le soutien budgétaire porte l'économie intérieure

### Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2025		Croissance du PIB 2026		Inflation 2025		Inflation 2026	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	1,8% ↓	2,0% ↓	2,0% ↓	2,0%	2,8% ↑	2,9% ↑	2,4%	2,6%
Zone euro	0,8%	0,9%	1,2% ↑	1,2%	2,3% ↑	2,2% ↑	2,0% ↑	1,9%
Allemagne	0,3%	0,2% ↓	1,3% ↑	1,2% ↑	2,1% ↑	2,2%	2,2% ↑	2,0% ↑
France	0,8%	0,7%	1,1%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,6% ↓
Italie	0,5%	0,6% ↓	0,9%	0,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%
Espagne	2,2%	2,5% ↑	1,7%	1,9%	2,5% ↑	2,4% ↑	1,9%	2,0%
Royaume-Uni	1,2%	0,9% ↓	1,4%	1,2% ↓	2,7%	3,1% ↑	2,1%	2,4%
Suisse	1,2%	1,2%	1,8% ↓	1,6%	0,3% ↑	0,5%	0,6% ↓	0,8%
Japon	1,1% ↓	1,2%	0,5%	0,9%	2,7% ↓	2,8% ↑	1,6%	1,8%
Chine	4,3% ↑	4,5%	4,0% ↑	4,2% ↑	0,5% ↓	0,6%	1,5%	1,1%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 13 mars 2025

### Graphique du mois



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 02.2025

Au contraire de l'Europe où la crise de l'énergie a créé une incertitude sans précédent, les entreprises américaines ont profité de conditions cadres stables soutenant le boom économique sous Joe Biden. Une époque désormais révolue. La politique douanière chaotique et les discussions naissantes quant à un « accord de Mar-a-Lago », qui provoquerait une dévaluation coordonnée du dollar par des méthodes pour partie très problématiques, ont considérablement accru l'incertitude de la politique économique. En Europe, les mesures budgétaires allemandes de long terme devraient continuer à réduire l'incertitude, très importante également.

## Etats-Unis

### Fin du boom de consommation

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,8%	2025: 2,0%
2026: 2,0%	2026: 2,0%

Après deux années d'un boom de la consommation, notre scénario de référence prévoit toujours une normalisation de la consommation des ménages en 2025. Les données des quatre dernières semaines traduisent un ralentissement plus marqué que prévu, motivant la révision à la baisse de notre prévision de croissance du PIB pour 2025, de 2,3% à 1,8%. En février et après un mois de janvier morose à cause de la météo, le rebond est décevant. Depuis, le moral des ménages a continué de baisser. Généralement, nous n'accordons que peu de crédit à ces enquêtes, car le lien avec les dépenses effectives est ténu et les réponses fortement politisées. Ainsi, la prévision de la conjoncture future chez les démocrates est déjà au plus bas depuis l'élection de novembre dernier. Mais aujourd'hui et pour la première fois, le désenchantement a rattrapé l'électorat républicain, ce qui constitue très certainement un signal d'alerte. Les raisons sont évidentes : incertitude causée par les droits de douane, forte hausse des prévisions d'inflation et des suppressions de postes, notamment dans le secteur public et dans la vente au détail. Cela ne se reflète pas encore dans les chiffres « durs » du marché de l'emploi, les demandes initiales d'allocations chômage notamment, mais une dégradation est à attendre ces prochains mois.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,8%	2025: 2,9%
2026: 2,4%	2026: 2,6%

Net repli de l'inflation après la forte hausse surprise de janvier ; prix des services et coûts du logement ont stagné. Mais il est trop tôt pour se réjouir. Les droits de douane sur les produits chinois devraient progressivement se traduire dans le prix des biens dès mars. A rebours de notre hypothèse initiale, le dollar s'est déprécié et n'a pas absorbé les taxes douanières élevées. Nous avons donc relevé notre prévision d'inflation pour 2025.

## Zone euro

### De meilleures perspectives

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,8%	2025: 0,9%
2026: 1,2%	2026: 1,2%

Les PMI de mars traduisent à nouveau une légère amélioration des perspectives de croissance pour l'industrie européenne, malgré la menace de hausses des droits de douane américains. Ce regain de confiance s'explique probablement pour l'essentiel par le train allemand de mesures budgétaires. En février, le PMI industriel allemand est passé de 46,5 à 48,3, et en France également, les industriels sont un peu moins pessimistes. Les dépenses de défense demeurent l'objet de l'attention dans l'UE. Elle a publié un livre blanc sur la question intitulé « Readiness 2030 », détaillant sa méthode de préparation aux risques de guerre d'ici 2030. Ce document précise également le financement prévu de la hausse des dépenses militaires. En raison du net virage de la politique budgétaire allemande, nous avons légèrement relevé notre prévision du PIB également pour la zone euro en 2026. Concernant les autres pays de l'UEM, nous n'avons pour l'heure pas intégré d'effets de hausse des dépenses de défense, car trop peu de détails sont connus. Malgré un engagement clair et commun en faveur de l'Ukraine, il existe des divergences d'opinion. Ainsi, l'Espagne et l'Italie sont plutôt critiques quant aux projets de défense, alors que les pays nordiques, la France, l'Allemagne et la Pologne plaident en leur faveur.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,3%	2025: 2,2%
2026: 2,0%	2026: 1,9%

Léger repli de l'inflation dans l'UEM en février, après une légère hausse les quatre mois précédents. Les prix de l'énergie y ont le plus contribué. Nous avons légèrement relevé notre prévision d'inflation pour 2025 et 2026. L'ajustement pour 2025 est dû à des prévisions de taux plus élevés que prévu en Allemagne et en Espagne. Celui de 2026 s'explique par l'annonce des mesures budgétaires en Allemagne.

## Allemagne

### Changement d'ère budgétaire

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,3%	2025: 0,2%
2026: 1,3%	2026: 1,2%

L'Allemagne se détache de sa politique budgétaire restrictive et va s'appuyer sur des investissements publics axés sur la croissance. A moyen terme, ce tournant politique devrait porter une croissance bien plus dynamique qu'au cours des deux dernières années. A court terme toutefois, les perspectives restent moroses. La conjoncture stagne, l'incertitude est élevée et la consommation comme la demande en exportations restent sur la réserve. Les droits de douane américains sur les exportations allemandes devraient entraver un peu plus la reprise économique. Le soutien de l'Etat pourrait ici contrecarrer cet effet. Des segments de la construction et de l'industrie manufacturière en particulier en profiteraient ; pour eux qui traversent une récession ainsi qu'une mutation structurelle, une demande supplémentaire tomberait à point nommé. En outre, le repli de l'inflation et des taux d'intérêt devraient porter la reprise, et les conditions de financement s'améliorer pour les entreprises et les ménages. Si ce soutien budgétaire ravive les dépenses d'investissement et la consommation, le rebond jouirait d'un appui supplémentaire. L'amélioration des perspectives à moyen terme nous amène à relever de 0,5% notre prévision de PIB pour 2026, la portant à 1,3%.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,1%	2025: 2,2%
2026: 2,2%	2026: 2,0%

L'ampleur des programmes budgétaires annoncés est telle qu'elle devrait exercer une pression considérable sur les prix et les capacités de production à moyen terme. Un effet qui sera dopé par la diminution de la population active, pour une raison démographique. Comme l'impact de ces programmes sur l'économie réelle sera différé, nous nous attendons à une hausse décalée, mais forte, de l'inflation. Dans ce contexte, nous portons notre prévision d'inflation pour 2026 de 1,8% à 2,3%.

## France

### Craintes de récession exagérées

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,8%	2025: 0,7%
2026: 1,1%	2026: 1,0%

Selon les économistes interrogés par Bloomberg en mars, la probabilité d'une récession en France ces douze prochains mois est estimée à 57%. Un chiffre supérieur à celui de l'Allemagne, jusque-là l'homme malade de l'Europe. Nous jugeons ces craintes exagérées et largement dues à l'incertitude politique. Les données entrantes nous donnent confiance dans le fait que le cycle conjoncturel va accélérer en France également ces prochains mois. Comme déjà évoqué, le taux d'épargne des ménages français est inhabituellement élevé actuellement. Avec des comptes bancaires et des plans d'épargne fiscalement avantageux moins bien rémunérés, le coût d'opportunité de la consommation diminue. Un retour à un taux d'épargne normal pourrait libérer un pouvoir d'achat de l'ordre de 2% du PIB hexagonal. L'industrie tricolore est en outre bien positionnée pour profiter des programmes européens d'infrastructures et de défense qui ont été annoncés. Le boom du secteur touristique demeure intact. Ajusté des variations saisonnières, le nombre de nuitées de touristes étrangers dans les hôtels français a atteint en janvier un pic inédit depuis 2011, soit le début du relevé de cette donnée par l'Insee.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,4%
2026: 1,6%	2026: 1,6%

Le scénario ci-dessus signifie que l'économie française va croître en deçà de son potentiel ces prochains mois, réduisant davantage la pression inflationniste. Il est intéressant de noter que les prévisions d'inflation à long terme des consommateurs et des investisseurs en emprunts indexés sur l'inflation restent stables autour de 2%, même après l'annonce des programmes européens. A court terme, notre scénario de référence table pour 2025 et 2026 sur un taux d'inflation inférieur à 2%.

## Italie

### De bon augure pour la défense

Selon les PMI de janvier et février, la croissance économique italienne s'est légèrement reprise après six mois de stagnation. Notre modèle prévoit actuellement une croissance de 0,2% au 1<sup>er</sup> trimestre. Les PMI de mars ne sont pas encore disponibles à la clôture de la rédaction, mais les résultats anticipés pour l'Allemagne et la France traduisent une amélioration du secteur secondaire, déclenchée par le train allemand de mesures budgétaires. Les effets pour l'Italie sont à double tranchant. D'une part, les taux à long terme ont augmenté dans toute l'Europe, ce qui limite un peu plus la marge de manœuvre budgétaire italienne, déjà étroite sans cela. Malgré un important besoin de rattrapage, Rome ne pourra pas tenir la cadence de l'armement européen. D'autre part, la Botte devrait désormais profiter, outre des moyens issus de NextGenerationEU toujours dynamiques, de commandes d'armement venues de l'étranger. En effet, l'Italie héberge Leonardo, le plus grand groupe d'armement d'Europe continentale, et Fincantieri, un des plus grands chantiers navals au monde, également constructeurs de bâtiments de guerre.

## Espagne

### Peu tournée vers la défense

En comparaison européenne, l'Espagne est le pays qui dépense le moins pour la défense, environ 1,2% du PIB en 2024. La hausse des dépenses en la matière ne suscite pas un engouement immodéré, que ce soit parmi la population ou au gouvernement. Certes, le Premier ministre Pedro Sánchez les a augmentées en 2024, mais cela n'a eu guère d'effet en rapport au PIB, grâce à la solide croissance économique. De plus, Pedro Sánchez est à la tête d'un gouvernement minoritaire, dépendant des petits partis. L'exécutif va ainsi au-devant d'importantes difficultés pour faire adopter son budget au Parlement. La question des dépenses d'armement nourrit d'ailleurs d'autres conflits. D'un point de vue économique pourtant, l'industrie espagnole de la défense, très performante en aérospatiale, devrait profiter des projets européens dans ces domaines. A moyen terme, le marché du travail toujours tendu devrait se muer en entrave, car la main-d'œuvre manque dans ce secteur très spécialisé.

## Suisse

### Solide activité de construction

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,2%
2026: 1,8%	2026: 1,6%

La perspective d'inflation reste hétérogène. Le contexte d'investissement difficile, considérant les menaces brandies depuis Washington, pèse sur les industries MEM. Comme lors du premier mandat de Donald Trump, il faut s'attendre dans un premier temps à un effet négatif sur les investissements industriels des entreprises. A la clôture de la rédaction, l'ampleur des taxes douanières de l'administration Trump infligées à l'industrie pharmaceutique est inconnue. Franchir ce Rubicon pourrait avoir des répercussions considérables sur les activités du secteur en Suisse. Pour l'heure, les fonds dédiés et les programmes de dépenses en Allemagne et dans l'UE ne nous poussent pas à revoir nos prévisions de croissance jusqu'en 2026. En revanche, le changement de cap de la BNS entamé en décembre 2023, dont la politique monétaire est à considérer comme expansionniste, a amélioré la dynamique conjoncturelle. Parmi différents facteurs, la baisse des coûts de financement grâce à la réduction des taux a dynamisé la construction. Dans le secteur locatif, le volume relatif de projets autorisés depuis le 4<sup>e</sup> trimestre 2023 a augmenté d'environ un tiers en prix courants. En 2025, cela apportera un élan notable dans l'activité de construction.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,3%	2025: 0,5%
2026: 0,6%	2026: 0,8%

La hausse des prix de l'énergie et l'appréciation de l'euro réduisent le risque d'une inflation négative à l'été 2025. Notre scénario de référence prévoit un renchérissement annuel touchant son point bas à 0,2% en août. La baisse des loyers existants, conséquence de celle du taux d'intérêt hypothécaire de référence, sera partiellement compensée par des hausses des loyers du marché. Nouvelle baisse du prix de l'électricité en vue pour les ménages en 2026. Selon notre prévision, l'inflation atteindra 1,0% fin 2026.

## Royaume-Uni

### Un pénible début d'année

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 0,9%
2026: 1,4%	2026: 1,2%

L'économie britannique a connu un début d'année 2025 difficile. En janvier, le PIB mensuel s'est contracté de 0,1%, une faiblesse causée par la production industrielle, en repli de 0,9% sur ce même mois. Le tertiaire est le seul secteur qui affiche une croissance légèrement positive. Les PMI ont connu une évolution similaire. Celui de l'industrie manufacturière a encore reculé en mars, s'inscrivant à 44,6, bien en deçà du seuil de croissance de 50. Les sous-indices prospectifs comme les nouvelles commandes (à l'exportation) sont encore plus mornes que l'indice global, ce qui est particulièrement inquiétant. A l'inverse, le PMI du tertiaire s'améliore à nouveau en mars (53,2) et indique une solide croissance du secteur. Le marché du travail semble lentement se détendre. En janvier, la croissance du salaire hebdomadaire moyen dans le secteur privé a ralenti, ce qui devrait apaiser la BoE quant à la pression inflationniste pour le reste de l'année. Ces derniers mois, le taux de chômage est resté constant à 4,4%. En raison de problèmes persistants liés aux données, ce chiffre est toutefois à prendre avec des pincettes. Le mois prochain, le budget devrait revenir sous le feu des projecteurs avec le discours de printemps le 26 mars (après la clôture de la rédaction), qui devrait comporter des coupes budgétaires.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,7%	2025: 3,1%
2026: 2,1%	2026: 2,4%

Outre l'inflation actuelle, les prévisions en la matière ont également augmenté. Sur les douze prochains mois et selon une enquête de la BoE, elles ont grimpé à 3,4%. Lors de sa réunion à la mi-mars et comme prévu, la BoE a laissé son taux directeur inchangé. Elle s'est montrée prudente quant à la persistance du processus de désinflation sous-jacent.

## Chine

### Objectif consommation

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4,3%	2025: 4,5%
2026: 4,0%	2026: 4,2%

Cette année, Donald Trump a déjà imposé des droits de douane supplémentaires de 20% sur les produits chinois, soit un taux douanier moyen réel de quelque 30%. Et d'autres sont attendus. Depuis les premières taxes Trump en 2018, la Chine a nettement réduit sa dépendance au marché américain comme débouché. Pourtant, les exportations vers le rival américain représentent encore 2,5% du PIB et les effets des taxes douanières seront sensibles en conséquence. Considérant l'environnement externe morose, le gouvernement chinois se concentre sur l'économie domestique, surtout sur la consommation. La pandémie et la crise immobilière débutée en 2021 ont provoqué un choc profond, destructeur pour l'emploi et freinant la confiance des consommateurs aujourd'hui encore. De plus, le taux d'épargne est structurellement élevé en Chine. En raison d'un système de sécurité sociale insuffisant, les ménages épargnent environ un tiers de leur revenu. Le gouvernement chinois a commencé à s'attaquer à ces thèmes, en s'efforçant d'augmenter le revenu des ménages et d'améliorer le système de sécurité sociale. Le soutien budgétaire plus généreux que prévu et très axé sur l'économie domestique nous amène à réviser notre prévision de croissance du PIB à 4,3%, ce qui reste loin de l'objectif de 5% annoncé par Pékin.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,5%	2025: 0,6%
2026: 1,5%	2026: 1,1%

Les données économiques des deux premiers mois de l'année en Chine peuvent être très volatiles en raison du Nouvel An lunaire, et doivent être interprétées avec prudence. Sur une longue période, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) affiche une trajectoire faible et persistante, trahissant une demande intérieure toujours morne.

## 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



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



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

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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.

2<sup>e</sup> trimestre 2025

### A retenir

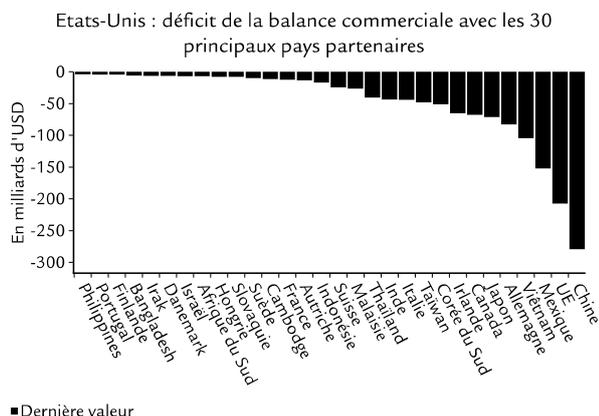
- Avec leur excédent commercial face à Washington, les pays émergents sont exposés à la menace douanière
- En Chine, les taxes américaines vont entraver les exportations, soutien budgétaire porte l'économie intérieure
- Malgré un potentiel de croissance inexploité, l'Inde reste l'économie à la croissance la plus rapide

### En un chiffre

25%

Début mars 2025, les Etats-Unis ont introduit des droits de douane de 25% sur les produits mexicains, avant de vite les suspendre, tant que les biens concernés correspondront aux exigences de l'ACEUM. Une suspension qui durera jusqu'au 2 avril 2025 ; ensuite, le flou règne. Si ces taxes servent de moyen de pression pour obtenir des concessions, l'escalade peut être évitée. Dans le viseur, une révision anticipée de l'ACEUM, dont Donald Trump pourrait modifier plusieurs clauses avec sa menace de taxes, pour renforcer l'avantage de l'industrie américaine.

### En un graphique



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers

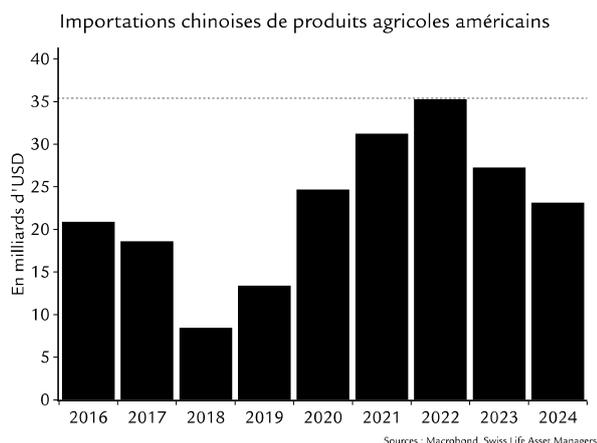
Les pays émergents sont très exposés aux menaces de taxes douanières. Ils sont nombreux à prélever des droits de douane plus élevés sur les produits américains que l'inverse. Aussi, Washington affiche un déficit commercial considérable avec bon nombre de ces pays. Selon Donald Trump, ces deux aspects doivent être traités par l'introduction de taxes douanières. Outre la Chine et le Mexique, déjà touchés, le Vietnam, la Corée du Sud, Taiwan et l'Inde sont les pays émergents les plus exposés.

## Chine : marché conclu ?

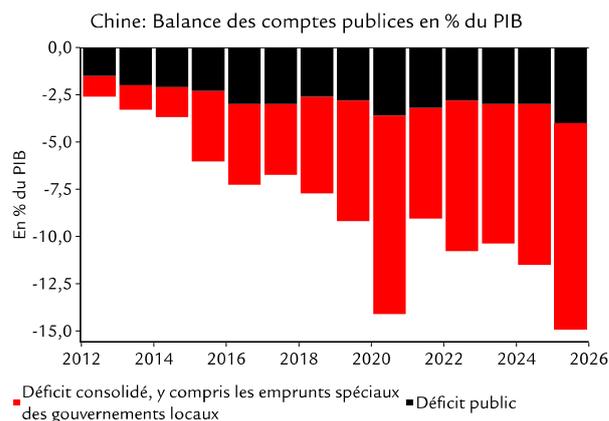
Si Donald Trump a annoncé puis suspendu des taxes douanières pour plusieurs pays, il s'est montré plus déterminé envers Pékin. En 2025, il a déjà appliqué des droits supplémentaires de 20%, résultant en un taux moyen effectif de 30%. Depuis les premières taxes de Trump en 2018, la Chine a nettement réduit sa dépendance au marché américain comme débouché. La part des exportations vers les États-Unis dans le PIB est passée de 3,5% en 2018 à 2,5% aujourd'hui. Si cela atténue l'effet sur l'économie chinoise, l'application des droits de douane sera toutefois sensible. Le but de ces taxes étant flou, l'ampleur de leur hausse vis-à-vis de la Chine reste incertaine. Sont-elles une fin en soi ou essentiellement un moyen de pression pour obtenir des concessions? Dans ce dernier cas, une mesure évidente pour apaiser les tensions serait d'augmenter les achats de produits américains. Vu la taille de la Chine, le résultat pourrait être considérable. Cela est surtout vrai pour le GNL et les produits agricoles. L'an dernier, les importations agricoles ont baissé d'un tiers par rapport à leur pic de 2022, de sorte qu'une forte hausse est tout à fait possible (voir graphique 1). Par ailleurs, des engagements pour limiter les surcapacités industrielles ainsi que des restrictions volontaires des exportations de biens spécifiques pourraient être pris vis-à-vis de Washington. De toutes façons, Pékin prévoit de diversifier ses débouchés et de réduire la part des États-Unis dans l'équation. En revanche, une obligation d'augmenter les investissements chinois aux États-Unis serait moins simple à appliquer. Cela en raison de la rivalité, de la défiance persistante et du manque de volonté de coopération en matière de technologie entre les deux puissances. Que la Chine se déclare prête à transformer son modèle économique fondé sur la politique

industrielle ou de renchérir sa propre monnaie dans le cadre de l'accord dit de Mar-a-Lago, une initiative d'affaiblissement du dollar, semble encore plus improbable. Principale raison à cela, le fait que Pékin considère les accords du Plaza signés dans les années 1980 (avec un objectif similaire au projet Mar-a-Lago) comme cause des décennies perdues par le Japon. A l'époque, le yen s'appréciait fortement, et la seule solution pour désamorcer la situation résidait dans l'intervention de la banque centrale pour maintenir les taux très bas. Cela a alimenté une bulle spéculative sur le marché immobilier et celui des actions, qui finit par éclater. Même avec une approche correspondante pour conclure un marché avec Donald Trump, l'initiative s'avèrera sans nul doute complexe pour Pékin. Par conséquent, nous prévoyons d'abord de nouvelles taxes avant que le ton se fasse plus conciliant. Considérant l'environnement externe morose, le gouvernement chinois se concentre sur l'économie domestique, surtout sur la consommation. Celle-ci reste faible du fait de facteurs cycliques et structurels. La pandémie, puis la crise immobilière qui a débuté en 2021, ont provoqué un choc profond, destructeur pour l'emploi et freinant la confiance des consommateurs aujourd'hui encore. De plus, le taux d'épargne est structurellement élevé en Chine. En raison d'un système de sécurité sociale insuffisant, les ménages épargnent environ un tiers de leur revenu. L'aspect positif est que le gouvernement chinois a commencé à s'attaquer à ces thèmes, en s'efforçant d'augmenter le revenu des ménages et d'améliorer le système de sécurité sociale. Dans l'ensemble, avec un soutien budgétaire plus généreux et une concentration accrue sur l'économie domestique, Pékin a envoyé un signal fort de sa disposition à apporter son appui (voir graphique 2). Une situation qui nous amène à revoir notre prévision de croissance du PIB à 4,3% – toujours bien en deçà de l'objectif de 5% fixé par la Chine.

Graphique 1 : La Chine peut augmenter les importations agricoles américaines pour apaiser le conflit



Graphique 2 : Soutien budgétaire de Pékin plus généreux que prévu pour doper l'économie intérieure

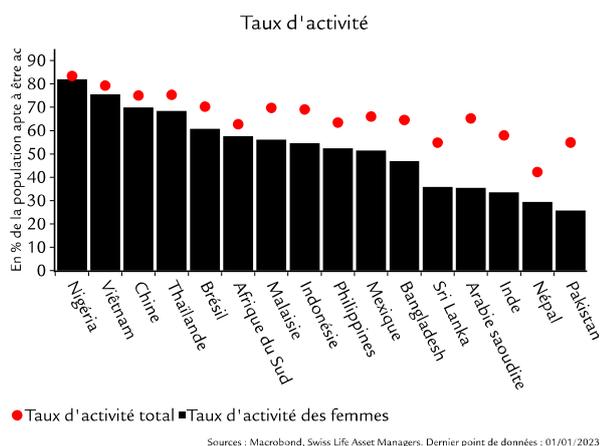


## L'Inde, nouvelle locomotive ?

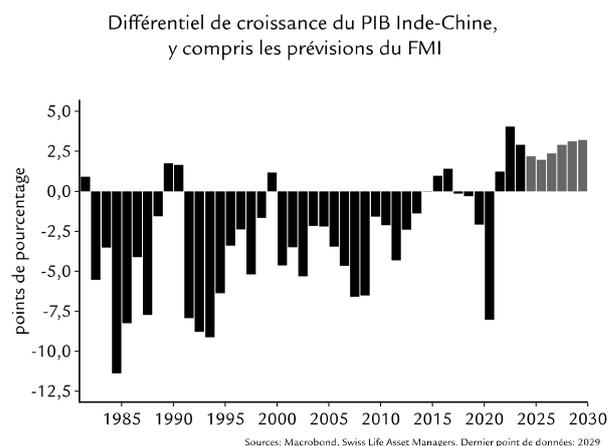
Si l'Inde est exposée à la menace douanière par ses tarifs relativement élevés sur les produits américains et son excédent commercial avec Washington, les difficultés commerciales externes la concernent moins. Son économie, comparativement à d'autres pays émergents, dépend moins des exportations et se concentre davantage sur son marché domestique. Au vu des efforts mondiaux visant une diversification en réduisant la dépendance à la Chine, la question se pose : l'Inde reprendra-t-elle le flambeau pour devenir le nouveau moteur de l'économie mondiale? Il y a consensus : la plus grande démocratie au monde peut maintenir une croissance de 6% à moyen terme, devenant l'économie à la croissance la plus rapide au monde. Les prévisions supérieures, de l'ordre de plus de 8%, voire à deux chiffres, sont toutefois rares. Autrement dit, sur une très longue période, l'Inde ne pourra pas égaler la contribution de la Chine à la croissance mondiale. C'est dans la création d'emplois que le bât blesse, notamment pour la main-d'œuvre peu qualifiée dans le secteur manufacturier ou de la construction. Actuellement, près d'un Indien sur deux travaille dans le secteur primaire, qui ne représente que 15% du PIB. L'industrie, constituant un quart du PIB, n'emploie que 10% de la population active – une part en repli ces dernières années. La création de davantage d'emplois pour les agriculteurs en quête d'un travail non agricole et mieux rémunéré, ainsi que l'intégration d'une plus grande part de la population à la population active, sont décisives pour augmenter le taux de croissance. L'Inde affiche un taux d'activité extrêmement bas de

60%, et même de 30% chez les femmes, un des plus faibles au monde (voir graphique 3). Mais pourquoi n'y a-t-il pas de construction d'usines ? Malgré des progrès remarquables en matière de modernisation des infrastructures, le gouvernement de Narendra Modi n'affiche que des succès très mitigés dans le secteur manufacturier. D'une part, la population ne met aucune pression, elle fait l'éloge du gouvernement et salue la protection du secteur agricole. D'autre part, l'endettement public important, 80% du PIB actuellement, limite l'expansion des dépenses publiques. C'est pourquoi des investissements privés sont instamment nécessaires. Mais ceux-ci sont entravés par un environnement réglementaire très raide caractérisé par un code du travail rigide et de multiples obstacles bureaucratiques. Malgré ces difficultés, les perspectives d'investissement de moyen à long terme pour l'Inde demeurent solides. En effet, le faible niveau de développement laisse une place considérable à l'amélioration, p. ex. grâce à l'amélioration des infrastructures. Ainsi, des taux de croissance de 6% sont atteignables de façon relativement aisée. De plus, les fondamentaux du pays sont solides, avec des institutions fortes, une politique monétaire crédible, une stabilité politique et une balance des paiements courants structurellement équilibrée. L'Inde est donc la grande économie qui croît le plus vite au monde. Déjà cinquième puissance mondiale, elle est en passe de rattraper l'Allemagne et le Japon pour occuper le troisième rang. En matière d'investissements dans les pays émergents, l'Inde va rester un marché clé.

Graphique 3 : Pour doper sa croissance, l'Inde doit doper son taux d'activité



Graphique 4 : L'Inde a dépassé la Chine en termes de croissance 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



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



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

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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.

Avril 2025

## Taux d'intérêt et obligations

Flou douanier et creusement des écarts

### Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Mar. 2025*	Year-to-date*	Actuel	Mar. 2025*	Year-to-date*
US	4,4%	19 pb	-18 pb	90 pb	3 pb	10 pb
Zone euro	2,8%	39 pb	43 pb	91 pb	0 pb	-11 pb
UK	4,8%	33 pb	25 pb	105 pb	10 pb	9 pb
CH	0,7%	23 pb	38 pb	67 pb	2 pb	-2 pb

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

\* Variation au 27 mars. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Creusement des écarts sur les segments HY et IG, les taxes à venir pèsent sur le moral des ménages et des entreprises. Hausse de l'inflation et perspectives de croissance plus faible effraient les investisseurs.
- La Fed n'a pas bougé son taux directeur, mais a signalé une croissance plus faible et une inflation plus élevée. Avec le ralentissement économique à venir, nous prévoyons toujours quatre baisses en 2025.

### Zone euro

- Creusements des écarts EUR HY en mars. Hausse des taux à 10 ans sur fond d'un besoin accru de financement souverain pour augmenter les dépenses de défense de l'Europe et le train allemand de mesures fiscales.
- La BCE a réduit son taux directeur de 25 pb en mars ; nous attendons trois autres baisses en 2025.

### Royaume-Uni

- Volatilité et léger creusement des écarts IG en mars. Imitant l'UEM, les taux à 10 ans ont progressé.
- La BoE n'a pas bougé son taux directeur, mais avec la morne perspective de croissance et d'emploi, elle devrait le réduire à quatre reprises cette année.

### Suisse

- Hausse plus forte que prévu de l'inflation sous-jacente en février. Résultat : taux plus élevés et raidissement de la courbe en mars.
- Comme prévu, la BNS a réduit son taux directeur de 25 pb en mars. Plus d'autre hausse à l'horizon cette année selon nous.

### Le raidissement de la courbe en EUR se poursuit

Différentiel de rendement des obligations d'Etat à 10 ans et 2 ans



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 27/03/2025

Depuis la fin du cycle de hausse mi-2023, le différentiel de rendement entre les taux à 10 ans et ceux à 2 ans en USD et en EUR a augmenté, devenant positif fin 2024, grâce aux baisses des banques centrales. Depuis fin février 2025, la courbe en EUR s'est plus raidie que celle en USD. Le programme européen d'investissement dans la défense et le soutien allemand aux infrastructures en réponse à la politique de la Maison Blanche expliquent cette évolution. Si ces projets peuvent porter la croissance, le degré d'endettement souverain et le besoin de financement seront à l'avenant, et le risque d'inflation tenace peut mener à des taux à long terme plus élevés en Europe. Forte incertitude chez les entreprises et ménages américains, pesant sur la perspective de croissance, la faute à la politique économique. Conséquence : creusement des écarts de crédit dans les indices en USD et EUR, le marché anticipant une stagflation aux Etats-Unis et de l'inflation en Europe. En avril, les écarts HY en EUR et en USD devraient se creuser, toujours à cause de la grande incertitude tenace. Au vu des fondamentaux de crédit relativement solides, nous sommes neutres sur l'IG en EUR et en USD. Concernant la duration en avril, le rendement des bons du Trésor à 2 ans et à 10 ans devraient baisser. En Europe, nous sommes baissiers sur la dette souveraine à 2 ans, mais neutres sur les taux à 10 ans. Nous sommes neutres sur l'ensemble de la courbe pour les emprunts de la Confédération.

# Actions

La politique américaine commande

## Aperçu de la performance des marchés des actions

	Mar. 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	-4,1%	-2,8%
Zone euro	-0,3%	10,7%
Royaume-Uni	-0,8%	7,5%
Suisse	-0,1%	11,3%
Marchés émergents	3,3%	5,7%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

\* Variation au 27 mars. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Le marché a perdu du terrain en mars, en termes absolus comme relatifs. Ces deux derniers mois, tous les grands marchés surperforment l'américain, qui a cédé près de 10% face à l'Europe et à la Suisse.
- La politique américaine chaotique et les perspectives de taxes douanières élevées expliquent cette faible performance : les étrangers vendent les titres américains.
- Malgré la correction, ce marché reste cher.

### Zone euro

- Les marchés suisse et européen sont les meilleurs élèves cette année, surperforment l'américain de 3,5% supplémentaires en mars.
- Les actions européennes sont prisées, et le vaste plan de dépenses allemand porte le marché à court terme. L'Europe va aussi profiter d'une politique monétaire plus souple.
- La valorisation du marché européen a légèrement augmenté, mais reste globalement neutre.

### Royaume-Uni

- Le marché britannique aussi surperforme l'américain, mais dans une moindre mesure que la suisse et l'européen.
- Ce marché profite toujours d'une faible valorisation.

### Suisse

- Ce marché affiche la meilleure performance cette année, tous grands marchés confondus. Les petites capitalisations sous-performent l'ensemble du marché jusqu'ici.
- Il se situe dans la partie supérieure de la plage neutre.

### Marchés émergents

- Forte surperformance des marchés émergents en mars.
- Chine (+3,2%) et Inde (+9,8%) en ont été les moteurs. Réveil de l'Inde après plusieurs mois atones.

## Simple correction ou... ?

En 2025, le marché américain a cédé 2,8%, et plus de 6% depuis l'investiture de Donald Trump. Depuis son sommet de mi-février, il est tombé au plus bas mi-mars, cédant environ 8%, et le Nasdaq perdant plus de 11%. Les actions des Magnificent 7 ont perdu près de 15% avant le récent rebond. Ce fort repli est le plus important depuis le marché baissier de 2022. Des données économiques plus faibles, un recul de la confiance et l'incertitude quant à la politique de Donald Trump sont des motifs expliquant la situation. Généralement, on parle de correction quand un marché actions perd plus de 10%. Historiquement, ce sont souvent de bonnes opportunités d'achat (*buy the dip*), mais certaines sont annonciatrices d'une contraction du marché plus prononcée. En supposant qu'une correction débute par une baisse de plus de 10% par rapport à la valeur la plus élevée des 52 semaines précédentes, et se termine sans repli de plus de 10% vs ce même sommet, alors, depuis 1928, il y a eu 60 événements du genre, d'environ 185 jours en moyenne. La correction actuelle est inhabituellement rapide, seule dix autres ont été plus courtes.

## Performance des actions post-corrections (Etats-Unis)

Période	Moyenne	Médiane	Max.	Min.
1M	0,1%	1,8%	11,0%	-24,0%
3M	2,5%	2,7%	19,0%	-26,0%
6M	5,6%	6,8%	24,0%	-27,0%
12M	7,7%	13,8%	41,0%	-38,0%

Données de 1928 à 2025. Source: Deutsche Bank, Swiss Life Asset Managers

Après une correction de marché, les rendements prospectifs sont positifs en moyenne et tendent à s'améliorer au fil du temps (voir tableau). En moyenne, les rendements lors de l'année suivante sont similaires à la moyenne des actions à long terme. Toutefois, la médiane est bien supérieure (13,8%), la moyenne étant biaisée à la baisse par quelques cas négatifs extrêmes. Environ 45% des corrections passées coïncident avec des récessions. Sur 59 corrections, 17 ont évolué en un marché baissier, défini par un repli supérieur à 20%. Néanmoins, la plupart des corrections restent de l'ordre de -10% à -20%. Le plus souvent, il y a eu marché baissier lors de corrections juste avant ou au début d'une récession. Selon nous, il est peu probable que ce soit le cas de la correction actuelle, car nous n'anticipons pas de récession mondiale. Nous maintenons notre avis positif pour 2025 et les trois prochains mois.

## Devises

USD : taxes positives, mais politique risquée

### Aperçu des principales devises

	Mar. 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	3,8%	4,0%	↘
EUR/CHF	1,6%	1,3%	↘
GBP/USD	2,7%	3,2%	↘
USD/JPY	0,2%	-4,0%	→

\* Variation au 27 mars. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Nouveau repli de l'USD en mars, qui cède du terrain à toutes les grandes devises, hormis le JPY. Le repli des prévisions de croissance américaine et le meilleur horizon pour le reste du monde grâce aux programmes budgétaires chinois et allemand l'expliquent.
- Ce changement dans les prévisions économiques est terminé, voire pourrait s'inverser quelque peu au vu des nouvelles annonces douanières américaines. Nous sommes positifs sur le billet vert au 2<sup>e</sup> trimestre. Les différentiels de taux d'intérêt (carry) restent favorables à l'USD.

### Zone euro

- Le paquet fiscal allemand a entraîné un rallye de l'EUR en mars (+2% pondéré des échanges).
- La traduction dans l'économie réelle prendra du temps, aussi nous pensons que le marché va se concentrer sur le conflit commercial croissant entre Washington et Bruxelles. Il va entamer la croissance de l'UEM et devrait affaiblir l'EUR.

### Royaume-Uni

- La GBP s'apprécie face à l'USD en mars, mais fait quasi jeu égal avec l'EUR.
- Au 2<sup>e</sup> trimestre, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD et restons neutres sur la paire EUR/GBP.

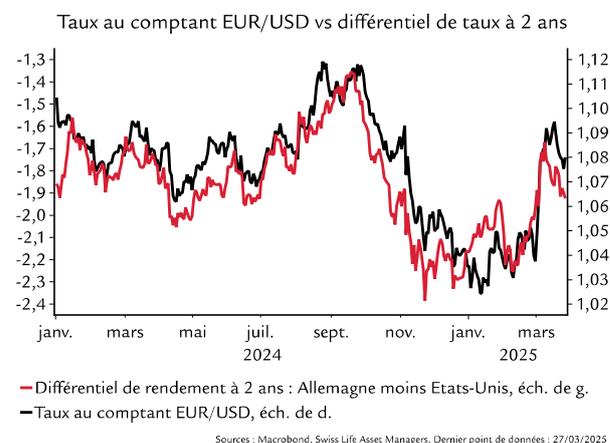
### Suisse

- La paire EUR/CHF a brièvement passé les 0,96 en mars.
- En seconde quinzaine, l'euphorie quant à l'EUR s'estompait déjà, et la paire devrait s'affaiblir davantage ces prochains mois.

### Japon

- A l'inverse des autres devises des marchés développés, le JPY ne s'est pas apprécié face à l'USD en mars.
- Nous sommes neutres sur la paire USD/JPY au 2<sup>e</sup> trimestre.

### L'écart de rendement, moteur de la paire EUR/USD



Malgré une vague d'annonces de taxes douanières, l'USD se déprécie depuis l'investiture de Donald Trump, défiant ainsi la théorie voulant que ces droits renforcent la devise. Les investisseurs les considèrent surtout comme un risque pour la croissance, faisant baisser l'USD et les rendements des T-Bonds. En mars, la confirmation de Stephen Miran à la tête du *Council of Economic Advisors* a un peu plus dégradé le climat vis-à-vis de l'USD. Il est aussi partisan des taxes douanières et d'un USD plus faible pour favoriser la réindustrialisation américaine. Ses approches unilatérales sont très hasardeuses : « frais d'utilisation » pour les banques centrales ou les fonds souverains investissant dans des T-Bonds, ou encore achats de devises par Washington, ce qui attiserait les craintes inflationnistes. Côté multilatéral, cet économiste évoque l'idée d'un potentiel « accord de Mar-a-Lago » pour piloter la dévaluation du dollar. Le problème ici est de forcer les grands détenteurs étrangers d'avoir de réserve à mettre une partie de leurs T-Bonds sur le marché pour affaiblir l'USD et à échanger le reste contre de la dette souveraine à 100 ans pour limiter les flux de refinancement vers les Etats-Unis, responsables d'une « *surévaluation constante du dollar* ». Ces propositions posent un risque à moyen terme selon nous. A court terme, nous voyons un espace pour un rebond de l'USD. Le pessimisme règne, et l'arrivée de droits de douane réciproques en avril pourrait amener les investisseurs à revenir sur les perspectives de croissance hors Etats-Unis et tempérer l'euphorie pour l'Europe suscitée par le plan budgétaire allemand. Cet enthousiasme a réduit le carry entre les deux rives de l'Atlantique, et donc vu un pic de la paire EUR/USD en mars (voir graphique).

## Allocation d'actifs

Léger essoufflement des actions non américaines

### Synthèse

- Le rendement mensuel des actions mondiales est négatif, principalement à cause des titres américains ; Europe et marchés émergents ont été plus stables.
- La dette souveraine a pâti de taux supérieurs, surtout en Europe, rendements négatifs à la clé. Moins sensible aux taux, la dette d'entreprise s'en sort mieux, les écarts ayant été stables ou en léger creusement.
- Après une période de calme relatif, l'incertitude liée à la guerre commerciale en cours augmente à nouveau.

### Allocation d'actifs : avis actuels

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

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

- Nous avons ajusté notre allocation et relevé la pondération de la dette souveraine au détriment de la dette d'entreprise, toutes formes confondues.
- Nous réitérons qu'hormis les actions américaines, les titres mondiaux ont plus de potentiel que les obligations. Mais les risques croissent, car il se profile une période charnière concernant les taxes douanières et où l'engouement pour les mesures budgétaires en Europe s'estompe.
- Notre réponse : relever l'exposition à la dette souveraine, car les rendements sont élevés, même après prise en compte des risques d'inflation.
- Les écarts de crédit ont peu bougé sur le mois. La dette d'entreprise n'est pas intéressante par rapport aux actions de marchés comme l'Europe et les émergents.

### Actions européennes : une victoire à la Pyrrhus ?

Avec les fortes corrections américaines, les rendements des actions mondiales sont négatifs en mars. L'engouement initial pour les plans de dépenses s'estompe, les marchés se tournent vers les difficultés de mise en œuvre de ces investissements, l'impact des déficits sur les taux d'intérêt et les conséquences de la politique commerciale américaine. D'où la question : ce 1<sup>er</sup> trimestre solide pour les marchés européens est-il une victoire à la Pyrrhus ?

Selon nous, la dynamique actuelle des actions autres qu'américaines en général et européennes en particulier peut durer. 1) Le marché américain des actions reste fondamentalement surévalué, et l'administration Trump crée un environnement d'incertitude économique, incitant entreprises et consommateurs à redoubler de prudence. 2) L'Europe a une occasion en or de relancer son économie et de régler quelques-uns des problèmes des dernières années. La situation pourrait même créer des opportunités, en attirant des talents et des capitaux qui seraient avant allés par défaut aux Etats-Unis.

Mais à court terme du moins, l'élan actuel devrait faiblir, et des imprévus ne sont pas à exclure. Nous procédons donc à des ajustements tactiques de notre allocation d'actifs en relevant notre exposition à la dette souveraine et en réduisant celle à tous les types de dette d'entreprise. L'objectif : créer un petit airbag, car nous préférons pour l'heure rester exposés aux actions. Peu de mouvement côté rendements obligataires souverains depuis le début de l'année. Cela dit, ils ont sensiblement augmenté dans la zone euro en réponse à l'annonce de hausse des dépenses budgétaires. Les niveaux actuels sont élevés, même en considérant les risques d'inflation et la possibilité d'une croissance économique plus rapide. Par conséquent, ces obligations pourraient amortir une potentielle correction du marché des actions.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.