

Juin 2026

A retenir

- Etats-Unis : le boom de l'IA reste le moteur de croissance et éclipse les autres investissements p. 2
- Allemagne : solidité du tertiaire, essoufflement de l'industrie p. 3
- France : un panaché de données conjoncturelles parfois contradictoires p. 3
- Suisse : croissance réelle modérée des dépenses de consommation p. 4
- Royaume-Uni : la situation politique reste tendue, alors que l'inflation connaît un répit p. 5
- Chine : fortes exportations *versus* une conjoncture intérieure atone p. 5

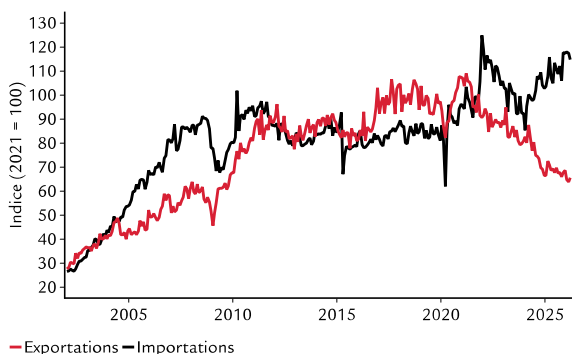
Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2026		Croissance du PIB 2027		Inflation 2026		Inflation 2027	
	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus
Etats-Unis	2,2%	↓ 2,1%	2,0%	2,0%	3,1%	3,4%	↑ 2,3%	2,4%
Zone euro	0,9%	↓ 0,8%	↓ 1,2%	1,2%	2,4%	2,9%	↑ 1,6%	2,2%
Allemagne	0,7%	0,7%	1,3%	1,3%	2,5%	2,7%	1,8%	2,2%
France	0,9%	↓ 0,8%	↓ 1,2%	1,0%	↑ 1,7%	2,0%	↑ 1,4%	1,7%
Italie	0,8%	0,5%	0,8%	0,7%	2,3%	2,8%	↑ 1,5%	1,9%
Espagne	2,2%	2,3%	↑ 1,8%	1,9%	↓ 2,6%	3,1%	↑ 1,5%	2,2%
Royaume-Uni	1,0%	↑ 0,7%	↑ 1,1%	↓ 1,1%	2,9%	3,3%	↑ 1,9%	2,7%
Suisse	1,1%	1,0%	1,4%	1,4%	↓ 0,5%	0,6%	0,8%	0,7%
Chine	4,7%	4,6%	4,7%	4,5%	↑ 1,0%	1,0%	↑ 1,1%	1,0%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 mai 2026

Graphique du mois

Zone euro : commerce de marchandises avec la Chine (hors Hong Kong)



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 03/2026

L'écart entre exportations et importations avec la Chine continue de se creuser en zone euro. En conséquence, l'UE a recentré son attention politique sur la dépendance vis-à-vis des fournisseurs étrangers et le déclin de l'industrie. La priorité est accordée aux secteurs stratégiques comme les voitures électriques ou les batteries, dans lesquels l'Europe accuse désormais un net retard dans les exportations mondiales. En réponse, l'UE a présenté l'« Industrial Accelerator Act », qui prévoit notamment un critère « Made in EU » pour les marchés publics et des exigences plus strictes pour les investissements directs étrangers.

Etats-Unis

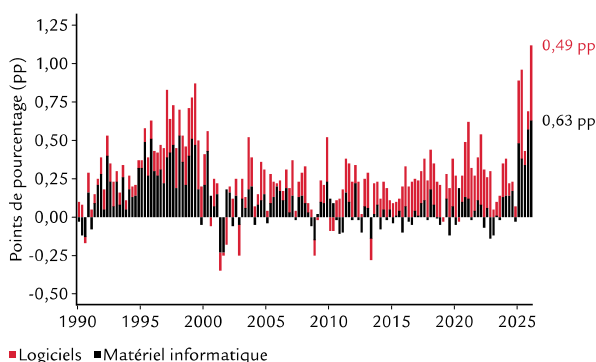
Une économie à deux vitesses

L'économie américaine est robuste (+0,5% au T1 par rapport au trimestre précédent) et dépasse une nouvelle fois celle de la zone euro. Toutefois, la croissance a été décevante vu la forte contribution des dépenses publiques, un effet de rattrapage technique après le shutdown du trimestre précédent. Nous avons donc légèrement abaissé notre prévision pour l'ensemble de l'année. De plus, la croissance est dopée uniquement par la folie d'investissement dans l'IA. Comme prévu, la consommation des ménages s'est révélée modérée et n'a pu être maintenue, suite à la guerre en Iran, qu'au moyen d'une réduction du taux d'épargne. Les investissements en logiciels et matériels informatiques ont explosé au premier trimestre (cf. graphique), alors que ceux dans les autres biens d'équipement ont stagné et ceux dans la construction ont reculé, la faute aux taux élevés. Notre thèse de début 2026, selon laquelle le boom de l'IA masque les faiblesses cycliques des Etats-Unis et entraîne un « crowding out » des autres investissements semble donc se confirmer. Côté positif, au vu de la hausse des prix de l'énergie, les PMI se maintiennent bien, notamment dans l'industrie, et le marché du travail a progressé de manière surprenante. Nous pensons donc que l'économie américaine pourra maintenir le solide rythme de croissance actuel.

Pression inflationniste variable

Avril a vu notre hypothèse se confirmer : la pression inflationniste aux Etats-Unis est plus élevée qu'en Europe du fait de la solide croissance. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) est passée de 2,6% à 2,8% côté ménages. Outre un effet technique sur les coûts du logement, ce sont surtout les services qui ont contribué à cette hausse. La flambée des prix à la production (4,4% par rapport à l'année précédente, hors marges des commerçants, énergie et denrées alimentaires), habituellement un indicateur avancé, a également fait les gros titres.

Investissements des Etats-Unis : contribution d'une sélection de secteurs à la croissance trimestrielle du PIB (valeur annualisée)



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 2026 Q1

Zone euro

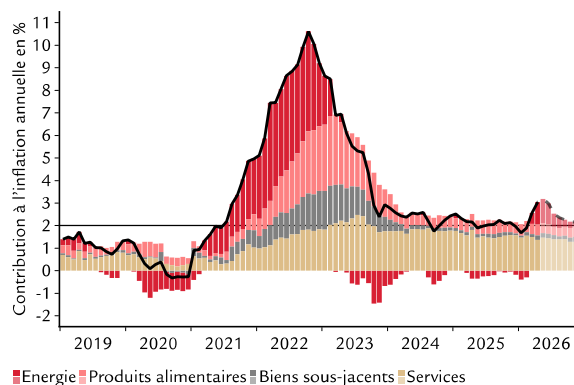
Début d'année mitigé

Les chiffres officiels de la croissance du PIB au T1 indiquent un début d'année en deçà des attentes. En hausse de 0,1% par rapport au trimestre précédent, la dynamique dans l'UEM faiblit légèrement par rapport à 2025. Sur le plan régional, c'est surtout de la France que vient la mauvaise surprise, alors que l'Allemagne affiche une croissance bien supérieure aux attentes. Les effets de la guerre en Iran devraient se faire sentir au T2. Ainsi, les PMI de mai pointent une dynamique en repli. Après avoir souligné le mois dernier la résilience du secteur industriel en raison d'effets anticipés dans les carnets de commandes, l'indice des directeurs d'achat (PMI) tend désormais vers un choc plus large. Tant la composante de l'emploi que les prévisions de production se sont dégradées, tandis que le sous-indice des prix d'achat a encore augmenté. Outre les PMI, les enquêtes nationales auprès des entreprises et le moral des ménages traduisent également un ralentissement. Pour le T2, nous prévoyons toutefois une légère hausse de 0,2% par rapport au trimestre précédent, surtout grâce à la France. Après la stagnation hexagonale au T1, nous prévoyons un certain effet de rattrapage.

Inflation sous-jacente sous contrôle

Comme prévu, le taux d'inflation a encore augmenté en avril, à 3,0%. En cause, la nouvelle hausse des prix de l'énergie, notamment de l'essence. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et les denrées alimentaires, a toutefois reculé à 2,2%. C'est un signe qu'il n'y a pas (encore) d'effets de second tour en jeu. Ces derniers apparaissent par exemple lorsque les entreprises réagissent à une hausse des prix de l'énergie en relevant leurs prix.

Zone euro : contributions à l'inflation globale, y. c. nos prévisions



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12/2026

Allemagne

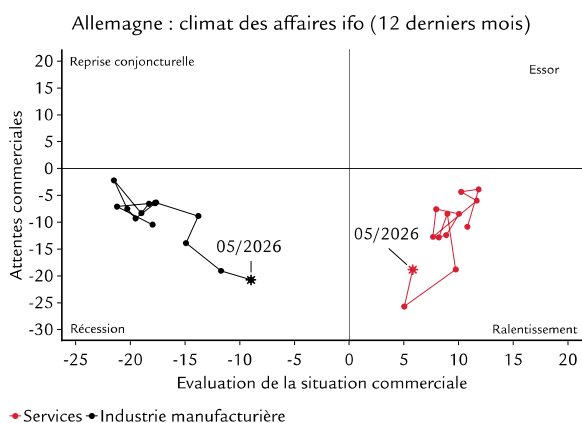
Conjoncture : stabilisation de l'humeur

Les indicateurs conjoncturels avancés traduisent une stabilisation prudente après le choc énergétique, mais sans net revirement de tendance. Le PMI témoigne toujours d'un léger ralentissement de l'activité, avec une stagnation dans l'industrie manufacturière. En parallèle, les attentes ont légèrement progressé dernièrement, surtout dans le tertiaire, laissant présager une certaine accalmie.

L'indice ifo du climat des affaires abonde dans ce sens avec une légère amélioration en mai. Cela dit, le niveau reste faible (voir graphique des deux composantes). La divergence sectorielle est frappante : nette reprise dans le tertiaire, alors que l'horizon s'assombrit un peu plus pour l'industrie, notamment vu le repli des commandes. A court terme, l'industrie sera encore soutenue par une solide tendance au T1. Les effets d'anticipation et la dynamique avant la guerre en Iran ont dans un premier temps stabilisé l'activité. Mais en mai, les signes d'une disparition de ces effets se multiplient. Les commandes et la production sont en repli, troublant également les perspectives du PIB au T2. Les indicateurs de la demande de consommation témoignent d'une hausse de l'incertitude et donc d'un ralentissement. La consommation publique et les investissements jouent toutefois un rôle stabilisateur.

Coûts des intrants en hausse, répercussion limitée

D'après le PMI, l'industrie allemande connaît une forte augmentation des prix des intrants, et un ralentissement de la dynamique des prix à la production. Cela souligne la réticence des entreprises à répercuter la hausse des coûts. Dans ce contexte, l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur l'inflation sous-jacente reste jusqu'ici modéré. Si le détroit d'Ormuz est rouvert dans les prochains mois, la dynamique inflationniste devrait s'apaiser rapidement.



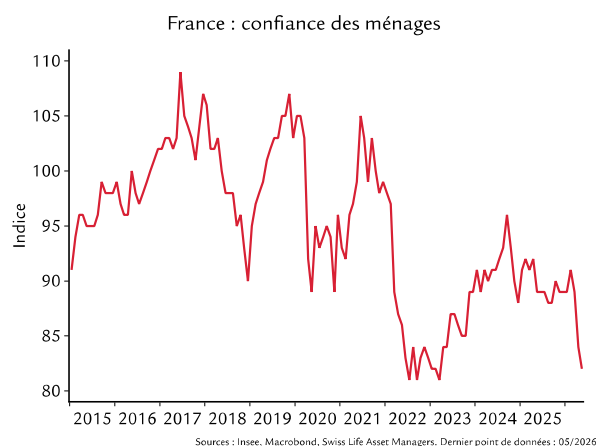
France

Nouveau recul du moral des ménages

Les données conjoncturelles de la France restent difficiles à interpréter. Après un véritablement effondrement en avril, le moral des ménages a encore reculé en mai, atteignant son plus bas niveau depuis mars 2023. Ce nouveau repli s'explique principalement par la révision des projets d'achat de biens de consommation majeurs. Les PMI de l'industrie, des services et de la construction confirment ce sombre tableau. En revanche, un indice séparé, livré par l'Insee, poursuit sa hausse pour l'année en cours : celui de la situation industrielle. L'indicateur conjoncturel mensuel du même institut a lui aussi fortement progressé en mai. La valeur actuelle n'a été dépassée que trois fois depuis février 2022. Dans la construction, les permis de construire pour des logements affichent une forte hausse, atteignant la plus forte valeur corrigée des variations saisonnières depuis août 2022. A court terme, il faut s'attendre à ce que le repli des commandes dans l'industrie, affiché par les PMI, et le recul de la demande touristique en provenance d'Asie pèsent un peu plus que prévu sur la croissance. Nous abaissons donc légèrement notre prévision pour 2026, de 0,1 point de pourcentage.

Pour les ménages, 2026 est différent de 2022

Comme indiqué plus haut, même trois mois après le début de la guerre au Proche-Orient, de nombreux indicateurs conjoncturels diffèrent nettement de la réaction qui a suivi l'éclatement de la guerre en Ukraine. L'enquête sur le moral des ménages livre elle aussi une lueur d'espoir à cet égard. Contrairement à l'enquête d'avril, les ménages se montrent en mai légèrement plus détendus sur la dynamique d'inflation lors des douze prochains mois.



Italie

Nous restons plus optimistes que le consensus

Notre prévision de croissance pour l'Italie pour 2026 est désormais nettement supérieure à celle du consensus, qui est passée de 0,8% à 0,5% depuis l'éclatement de la guerre en Iran, alors que nous avons abaissé la nôtre sur la période, de 0,9% à 0,8%. Les chiffres du PIB du T1 semblent confirmer notre vision relativement constructive de l'économie italienne. Le PIB a progressé de 0,2% par rapport au trimestre précédent, dépassant les attentes du marché. Selon le communiqué de presse de l'institut statistique Istat, le secteur des services et la demande étrangère ont porté la croissance, probablement grâce aux Jeux olympiques d'hiver. Pour le T2, les signes sont contrastés. La baisse des taxes sur les carburants a quelque peu absorbé le choc des prix énergétiques, et aucun effet de second tour n'est à signaler pour l'instant. Malgré une faible croissance des salaires, le moral des ménages a fortement reculé. Les PMI de l'industrie et des services se portent étonnamment bien, raison pour laquelle nous excluons toute révision à la baisse de la croissance du PIB.

Espagne

Une croissance toujours solide

Au T1 2026, l'économie espagnole a progressé de 0,6% par rapport au trimestre précédent. La croissance est donc restée robuste et nettement supérieure à celle de l'ensemble de la zone euro. La consommation des ménages est restée un moteur solide, mais a perdu un peu de son dynamisme par rapport au T4 2025. Les PMI d'avril traduisent une dégradation du moral du secteur espagnol des services au début du T2. Les prestataires ont indiqué que les volumes de ventes avaient reculé en raison de la grande incertitude liée à la guerre au Proche-Orient. Le PMI du secteur industriel est resté étonnamment solide en avril, en raison d'effets d'anticipation des commandes pour anticiper les hausses de prix induites par celles de l'énergie. Cet effet devrait toutefois s'atténuer quelque peu en mai. En avril, l'inflation a fléchi à 3,2%, contre 3,4% en mars, un recul qu'explique la baisse des prix des voyages organisés. En revanche, la hausse des prix à la pompe a été très visible. Nous prévoyons un taux d'inflation de 2,6% cette année.

Suisse

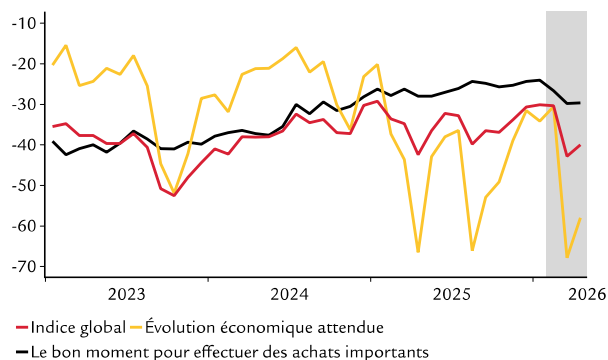
Un passage à la pompe coûteux

Après l'éclatement de la guerre en Iran, nous n'avons pas modifié nos prévisions de croissance. L'estimation flash du SECO (Secrétariat d'Etat à l'économie) de la croissance du PIB au T1 après correction des événements sportifs nous a confortés dans notre prévision d'une reprise cyclique modérée cette année. Des séries de données à haute fréquence comme le Consumer Spending Index (de Monitoring Consumption Switzerland) montrent que les dépenses des ménages par cartes de crédit et paiements mobiles ont augmenté de 1,1% jusqu'en avril. Sur la même période, les chiffres d'affaires des stations-service suisses a progressé de 5,9% en raison de la hausse des prix à la pompe. Dans tous les autres points de vente, la hausse n'est que de 0,7%. Jusqu'ici, les enquêtes auprès des entreprises sont solides, notamment l'indicateur de la situation des affaires du Centre de recherches conjoncturelles KOF de l'EPF de Zurich. Avec un solde de 18,1, ce dernier atteint sa valeur la plus élevée depuis août 2023. Le recul des exportations vers la Chine décrit en page 1 concerne également les producteurs suisses: par rapport à la même période en 2024, les exportations vers ce marché ont baissé de 8,9% au T1 2026.

Capacité à fixer les prix bien inférieure à celle de 2022

Un signal important provenant des données actuelles sur l'évolution des prix à la consommation est le recul de l'inflation sous-jacente, de 0,5% en début d'année à 0,3% en avril. Contrairement à la vague inflationniste de 2022, la capacité des prestataires à fixer les prix sur le marché domestique semble cette fois moins marquée. Nous abaissons légèrement notre prévision de renchérissement annuel moyen pour 2026. Cela tout en étant conscients d'une potentielle nouvelle escalade au Proche-Orient et du risque d'une autre hausse des prix de l'énergie.

Suisse : indice de confiance des consommateurs



Royaume-Uni

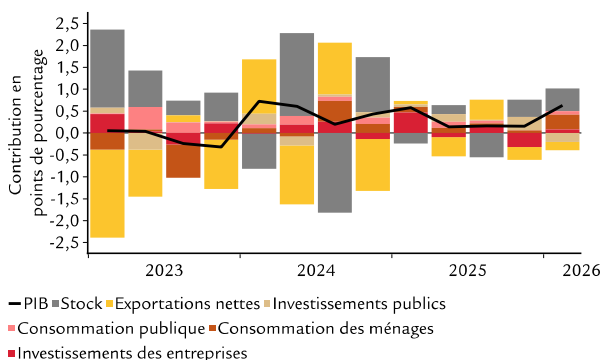
Retour des troubles politiques

Comme attendu, le Labour a essuyé de lourdes pertes lors des élections municipales du 7 mai. Certains députés travaillistes ont alors appelé le Premier ministre Keir Starmer à démissionner. Mais jusqu'à présent, ce dernier écarte tout départ malgré la pression grandissante. La grande incertitude politique a également suscité de la volatilité sur les marchés financiers, en particulier pour les emprunts d'Etat. Le candidat le plus probable à la succession de Keir Starmer est le maire du Greater Manchester, Andy Burnham. Sur le plan budgétaire, il est considéré comme moins restrictif que le gouvernement actuel, ce qui inquiète les marchés financiers. Mais Burnham n'est pas député pour l'instant, ce qui complique la donne. Toutefois, la législative partielle du 18 juin suite à une démission lui offre une possibilité d'entrer au Parlement et d'initier ensuite un changement à la tête du parti travailliste. L'incertitude politique devrait donc rester élevée en juin. Côté économique, la publication des chiffres du PIB du T1 a livré une bonne surprise. L'économie britannique a progressé de 0,6% par rapport au trimestre précédent, portée par une forte consommation des ménages. Nous prévoyons toutefois un ralentissement de la croissance au T2, car nous estimons que les prix élevés de l'énergie pèseront sur la consommation et qu'il y aura une certaine compensation de la forte évolution du T1.

Brève accalmie pour l'inflation

Comme prévu, l'inflation en avril (2,8%), a été inférieure à celle de mars (3,3%). Ce repli s'explique par un net ralentissement de l'inflation des services ainsi que par l'abaissement du plafond des prix de l'énergie pour les ménages, entré en vigueur en avril. Cela étant, nous prévoyons une nouvelle hausse en mai en raison des prix élevés de l'essence.

Royaume-Uni : contributions à la croissance trimestrielle du PIB (en termes réels)



Chine

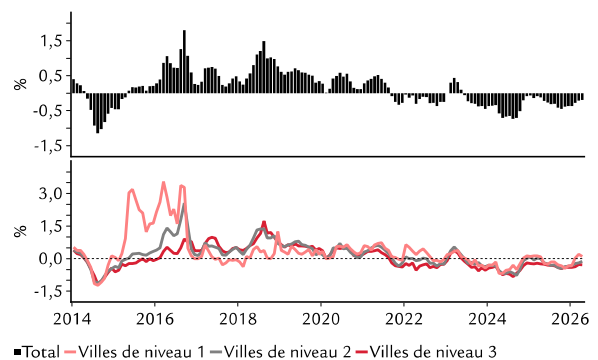
Faiblesse persistante de l'économie intérieure

Les données d'avril montrent clairement l'évolution contrastée de l'économie chinoise. Si les exportations ont livré une bonne surprise et connu une forte croissance d'environ 15%, portées notamment par la demande de produits liés à l'IA et aux technologies vertes, l'économie intérieure est restée globalement faible. Il y a trois raisons principales à cela. Primo, si la Chine est relativement bien protégée contre le choc de l'offre pétrolière grâce à d'importantes réserves et à un approvisionnement énergétique diversifié, une partie de sa production pétrochimique a toutefois reculé. Secundo, la politique anti-involution, censée réduire les surcapacités et la forte concurrence par les prix, freine modérément la production industrielle et les investissements. Tertio, la correction durable du secteur immobilier continue de peser non seulement sur l'activité de construction, mais aussi sur le moral général, se traduisant par une faible propension à consommer. Certes, les ventes immobilières donnent des signes de stabilisation, mais le parc immobilier fourni demeure un problème central et continue d'exercer une pression sur les prix. Cette suroffre est particulièrement marquée dans les villes de « niveau 3 » où le parc immobilier actuel correspond à environ trois ans des ventes actuelles. Dans les villes de « niveau 1 », c'est-à-dire les plus grandes et les plus importantes métropoles économiques, le déséquilibre est nettement plus faible. Si les ventes se stabilisent durablement, ces villes devraient être les premières à voir une évolution plus stable des prix sur le marché de l'immobilier.

L'inflation des prix à la consommation reste modérée

Bonne surprise des prix à la consommation et à la production en avril, notamment du fait de la hausse des prix de l'énergie. La hausse des cours du pétrole et du gaz tire vers le haut ceux de la production, mais la répercussion sur les prix à la consommation reste limitée par la faible demande et l'intervention de l'Etat.

Chine : prix des nouveaux actifs résidentiels : évolution mensuelle des prix dans les 70 principales villes



Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
in @marc_brüttsch



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



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



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



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



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

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

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



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

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

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, F-75001 Paris à ses clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.

Juin 2026

Taux d'intérêt et obligations

Hausse des taux après inflation US élevée

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Mai 2026*	Year-to-date*	Actuel	Mai 2026*	Year-to-date*
US	4,4%	7 pb	27 pb	72 pb	-6 pb	-6 pb
Zone euro	2,9%	-10 pb	8 pb	79 pb	-3 pb	1 pb
UK	4,8%	-20 pb	34 pb	85 pb	-7 pb	2 pb
CH	0,4%	0 pb	11 pb	74 pb	1 pb	-5 pb

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

Etats-Unis

- Hausse globale des rendements des T-Bonds en mai, en raison de l'inflation plus forte que prévu en avril (prix à la production et à la consommation surtout). Contraction des écarts de crédit en USD (HY et IG) sur le mois.
- La Fed ne devrait pas toucher à son taux directeur cette année, jugeant l'inflation comme un choc énergétique temporaire.

Zone euro

- Rendements des Bunds plutôt stables en mai. Léger resserrement des écarts de crédit en EUR le mois dernier. Le rendement total du crédit en EUR surclasse donc celui en USD.
- Relèvement de taux (25 pb) par la BCE prévu en juin et en septembre. La lutte contre les risques d'inflation semble occuper toute son attention.

Royaume-Uni

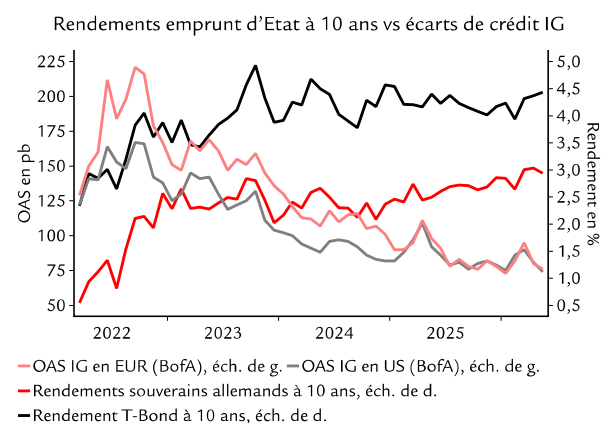
- Vu les indicateurs d'activité et d'inflation, hausse des rendements à 10 ans du gilt en mai. Comme aux Etats-Unis, contraction des écarts IG.
- La BoE a indiqué qu'elle durcirait sa politique en cas de « choc plus important ou plus prolongé ». Nous prévoyons une hausse de taux en septembre 2026.

Suisse

- Hausse de l'inflation en avril (de 0,3% à 0,6%), due à l'énergie surtout. Même trajectoire pour les rendements de la dette souveraine à 10 ans. Ecart IG stables, en mai comme depuis janvier.
- La BNS devrait maintenir son taux directeur à 0% et tendre vers le neutre seulement fin 2027.

Corrélation entre écarts et rendements obligataires

La corrélation empirique entre les rendements obligataires souverains et les écarts de crédit est généralement négative. En effet, la hausse des taux coïncide souvent avec une forte croissance et des prévisions d'inflation élevée. Le risque de défaut diminue et les écarts se serrent. En période d'aversion au risque, c'est l'inverse. Or, cette relation peut devenir positive quand des chocs (ruptures côté offre, hausse des prévisions d'inflation) plutôt qu'une demande solide expliquent l'inflation. Cela force les banques centrales à resserrer l'étai monétaire malgré la croissance qui s'essouffle. En pareil cas, la hausse des taux traduit un accès durci au financement, entraînant hausse du risque de crédit et écarts qui se creusent. Resserrement des écarts depuis mi-2022, suivant les rendements à 10 ans. Mais dans le sillage de la guerre en Iran fin février 2026 et de l'envolée des prix de l'énergie, les taux augmentent encore. Et avec eux, le risque d'une corrélation positive s'ils restent élevés. Les fondamentaux des entreprises (européennes plus encore qu'américaines) pâtiraient davantage d'une fermeture prolongée du détroit d'Ormuz (hausse des prix de l'énergie, conditions financières durcies et croissance plus faible). Notre scénario de référence demeure celui d'une baisse du prix du pétrole ces prochains mois. Nous restons donc neutres sur les écarts IG, HY et IG suisse. Nous prévoyons en juin un repli des rendements obligataires souverains à 2 et 10 ans aux Etats-Unis, dans l'UEM et en Suisse.



Actions

Rally des semi-conducteurs

Marchés régionaux des actions	Mai 2026*	Year-to-date*
Etats-Unis	5,2%	10,9%
Zone euro	4,1%	8,0%
Royaume-Uni	0,5%	6,8%
Suisse	3,4%	4,2%
Marchés émergents	9,7%	25,6%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 29 mai. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Ce marché gagne 4,3% en mai, grâce au beau rally des titres liés aux semi-conducteurs et à une robuste fin de saison des résultats.
- Le Philadelphia Semiconductor Index (SOX) a crevé le plafond : +79% depuis le début de l'année et +67% depuis fin mars.
- Toutefois, le rally du marché global reste hautement concentré et surtout mené par les semi-conducteurs.
- Malgré la forte croissance des bénéfiques, la valorisation de marché redevient très élevée (ratio P/E de 26).

Zone euro

- Performance similaire au marché américain en mai globalement, le sous-performant de seulement 1,8% depuis janvier.
- C'est remarquable considérant l'exposition limitée du marché à l'IA et aux semi-conducteurs. En parallèle, la croissance des bénéfiques est bien moins forte qu'aux Etats-Unis.

Royaume-Uni

- Ce marché sous-performe en mai, signe de son profil défensif et de sa faible exposition technologique.

Suisse

- Le marché helvète des actions reste à la traîne en raison de sa composition sectorielle.

Marchés émergents

- Les ME continuent de surperformer en mai, portés par leur forte exposition aux infrastructures liées à l'IA. Les plus grandes sociétés technologiques pèsent près de 35% de l'indice d'actions.
- Comme aux Etats-Unis, le marché est peu étendu : les titans comme Samsung ou SK Hynix gagnent 150% à 250% cette année.
- Mais les bénéfiques sont au rendez-vous : leur croissance devrait être d'environ 40% en 2026 dans les ME, et de plus de 100% en Corée du Sud.

Rally des semi-conducteurs et résultats trimestriels

Forte hausse des titres liés aux semi-conducteurs cette année, de +50% à 250%, voire plus sur les trois dernières années. Ce genre de schéma était à l'œuvre lors de la bulle Internet en 2000 et, comme à l'époque, on nous dit : « cette fois, c'est différent ». Les valorisations des titres des semi-conducteurs semblent désormais élevées, surtout aux Etats-Unis (voir tableau ci-dessous). Leur indice affiche un ratio P/E de 70, et celui d'AMD est supérieur à 170. La donne est différente pour les titres asiatiques. Si la performance de cours est plus forte, la valorisation est plutôt modérée, avec des ratios P/E de l'ordre de 20-25. Considérant la croissance attendue des bénéfiques, cela ne semble pas excessif. Nous estimons que les titres américains des semi-conducteurs sont chers et quelque peu surcotés, alors que les asiatiques restent à des prix raisonnables. Mais dans les deux cas, les taux de croissance et marges extrêmes doivent perdurer des années pour justifier les valorisations. Et c'est loin d'être gagné, car l'hypothèse sous-jacente est que la puissance de calcul doit être maximisée à tout prix pour exploiter les avantages de l'IA.

Action	Performance en	Ratio P/E	Ratio P/E	Croissance des
	YTD en %	(mobile)	2027	bénéfices 2026
Micron Technology	263%	48,5	9,9	538%
AMD	138%	176,5	38,8	73%
Nvidia	20%	39,3	17,9	85%
ASML	55%	55,1	34,6	27%
TSMC	54%	32,0	19,3	127%
Samsung	202%	28,8	6,2	465%
SK Hynix	257%	21,6	5,6	356%
Philadelphia Semiconductor Index	88%	71,5	22,5	95%
Korea Stock Market	110%	24,0	7,6	125%

Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 28.05.2026

Excellent cru pour la dernière saison des résultats, surtout aux Etats-Unis et dans les ME. Selon les prévisions actuelles : 12% à 18% de croissance des bénéfiques pour les marchés développés en 2026-2027. Sur les ME : environ 40% en 2026 et 20% en 2027. Les révisions de bénéfiques nets sont clairement dans le vert. Malgré cette évolution positive, les risques s'accroissent. Inflation et taux d'intérêt ont augmenté, des pans des marchés actions américains ont des airs de bulles et les tensions géopolitiques restent vives.

Pour l'heure, nous restons positifs sur les actions, surtout en raison de la dynamique des résultats, qui devrait persister sur les trois à six prochains mois. Cela dit, notre cible de performance d'environ 10% sur l'année entière pour les actions mondiales est déjà atteinte. Aussi, tout autre gain de marché notoire nous pousserait à adopter une position plus prudente.

Devises

L'USD peut encore s'élever

	Mai 2026*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	-0,6%	-0,7%	↘
EUR/CHF	-0,7%	-2,2%	→
GBP/USD	-1,1%	-0,1%	↘
USD/JPY	1,7%	1,6%	→

* Variation au 29 mai. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- L'USD a refait une partie de ses pertes d'avril et s'apprécie d'environ 1% pondéré des échanges en mai. La suite de la guerre en Iran et la montée des attentes de hausse de taux directeur par la Fed (voir texte principal) ont porté le billet vert.
- Nous restons positifs sur l'USD, car les risques géopolitiques au Moyen-Orient devraient rester élevés et les différentiels de rendement réels, favorables.

Zone euro

- En mai, l'EUR cède du terrain à l'USD, mais progresse face à la GBP et au JPY. Pondéré des échanges, l'EUR reste globalement inchangé.
- Selon nous, la hausse de taux par la BCE prévue par le marché est trop offensive, et l'USD devrait rester soutenu. Nous restons donc négatifs sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- Après de nets gains en avril, la GBP a cédé du terrain à l'EUR et à l'USD en mai. Une inflation plus faible que prévu et des attentes en baisse concernant les hausses de taux de la BoE ont contribué à la faiblesse de la livre.
- Nous réitérons notre avis négatif sur la paire GBP/USD et neutre sur la paire GBP/EUR.

Suisse

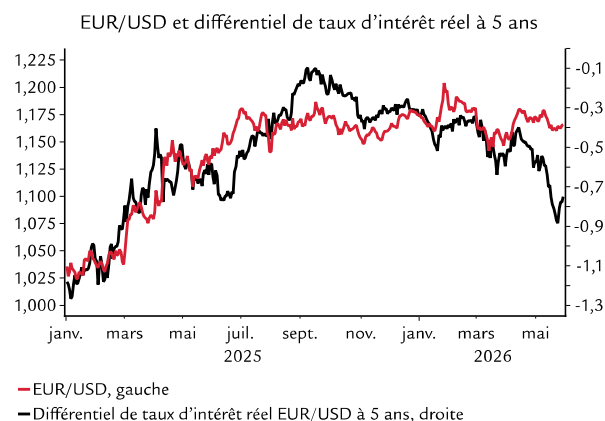
- Calme plat pour les taux de change du CHF en mai, en fourchette limitée face à l'EUR et à l'USD.
- Nous réitérons notre avis neutre sur la paire EUR/CHF et positif sur la paire USD/CHF.

Japon

- En mai, le taux de change USD/JPY s'est remis de sa forte chute intervenue fin avril.
- Le JPY reste sous pression baissière, mais le risque d'interventions sur les changes devrait maintenir la paire USD/JPY proche de 160. Nous sommes donc neutres sur cette paire.

Suivi du changement à la tête de la Fed

Comme prévu, le marché des changes a vu mai défaire bon nombre de mouvements d'avril. Large repli de l'USD en avril sur fond d'optimisme concernant le conflit au Moyen-Orient dans le sillage de l'annonce du cessez-le-feu. Mais en mai, le billet vert a retrouvé les faveurs des investisseurs, les négociations traînant entre Washington et Téhéran, éteignant tout espoir d'ouverture rapide du détroit d'Ormuz. En mai, l'USD a aussi profité de la réévaluation des attentes vis-à-vis de la Fed. De baisses mi-avril, une hausse quasi entière est anticipée d'ici décembre 2026. En parallèle, les prévisions offensives concernant la BCE ont quelque peu reflué. Des évolutions faisant suite aux toutes dernières données d'inflation, l'américaine étant moins problématique, mais plus inquiétante en Europe. Les meilleures perspectives économiques américaines à moyen terme, portées par les investissements colossaux dans l'IA, ont fait augmenter les taux d'intérêt réels américains à 5 ans. Selon nous, le différentiel actuel vs les taux en EUR pousserait la paire EUR/USD encore plus bas (voir graphique), surtout que la crise de confiance dans les institutions américaines s'est calmée. Qu'est-ce qui a évité une appréciation de l'USD encore plus forte jusqu'ici ? Il se pourrait bien que les investisseurs en FX restent prudents sur fond de transition à la tête de la Fed. Le risque que la pression politique conduise le FOMC et son nouveau président Kevin Warsh à une politique monétaire trop souple est réel. Mais vu la montée des risques d'inflation, la voie de la moindre résistance pour le FOMC est de maintenir les taux directeurs inchangés cette année et de suivre la situation. Sa prochaine réunion du 17 juin, et sa conférence de presse, seront clés pour que les investisseurs jaugent le style et la posture politique du nouveau patron de la Fed.



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Dernier point de données : 29.05.2026

Allocation d'actifs

Capter la hausse tout en diversifiant habilement

Synthèse de mai

- Malgré la hausse des rendements des T-Bonds et de l'incertitude géopolitique, les actions mondiales ont progressé. Les titres des ME et US sont les plus performants.
- Hausse des rendements des obligations souveraines, le risque de hausse d'inflation persistant.
- Suite du resserrement des écarts de dette d'entreprises américaines en mai, alors que les écarts européens sont stables.
- Pondéré des échanges, l'USD s'est affermi sur le mois.

Allocation d'actifs : avis actuels

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

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

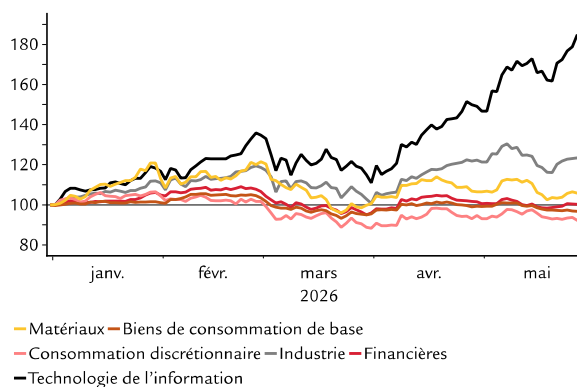
- Malgré la guerre en Iran qui continue, nous attendons toujours une certaine résolution à court-moyen terme, portant notre surpondération des actifs risqués.
- Solide dynamique des bénéficiers, inflation maîtrisée et reprise cyclique : nous restons surpondérés sur les actions mondiales.
- Parmi les actions, nous privilégions toujours les américaines et celles des ME, deux zones où règnent une solide croissance des bénéficiers et contexte macroéconomique favorable.
- Considérant leur avantage de diversification hors IA et leurs solides fondamentaux, nous restons surpondérés sur les actions suisses.
- Dans le crédit d'entreprises, les écarts historiquement tendus limitent le potentiel de rendement et ne rémunèrent pas assez le risque par rapport aux actions.
- Si la récente hausse des rendements des obligations d'Etat a amélioré leur attractivité, nous restons actuellement neutres.
- Nous continuons de privilégier l'exposition aux actifs réels, surtout l'immobilier et les infrastructures basés sur la VNI.

Les ME surfent sur la vague IA

Les actions des ME sont parmi les grands gagnants du cycle d'investissement en IA, les marchés asiatiques à dominante tech, Taïwan et Corée du Sud notamment, jouant un rôle central. Leur supériorité en matière de semi-conducteurs, matériel et chaîne logistique en font les catalyseurs clés de l'adoption de l'IA, avec dynamique des bénéficiers et performance des actions en résultant.

Cette exposition a progressivement éloigné les rendements des actions des ME des facteurs macro classiques pour les pousser vers des axes de croissance structurelle, la demande en IA soutenant la progression du chiffre d'affaires et résilience des marges. La dispersion au sein des ME s'est ainsi creusée, secteurs et marchés liés à l'IA surperformant de loin ceux axés sur le marché domestique ou les matières premières.

Indices MSCI ME : dispersion sectorielle



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Dernier point de données : 28/05/2026

Si nous jugeons cette exposition positive et comme un pilier clé de croissance structurelle, la diversification nous importe grandement. Les actions suisses et européennes constituent un complément de choix, avec une exposition à des entreprises de grande qualité, plus diversifiées mondialement, aux profils de revenus plus défensifs et dont la cyclicité est moindre. C'est un bon contreponds à la nature concentrée et technologique de l'exposition à l'IA des ME dans un cadre multi-asset plus large.

Swiss Life Asset Managers



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



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



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



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



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

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

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

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



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

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

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, F-75001 Paris à ses clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon 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.