

Octobre 2024

A retenir

- Etats-Unis : consommation au beau fixe malgré des craintes croissantes quant à l'emploi
- Europe : nouvelles baisses de taux prévues à cause du ralentissement économique, notamment en Allemagne
- Chine : la crise immobilière est plus près de la fin que du début, mais la pression à la baisse demeure

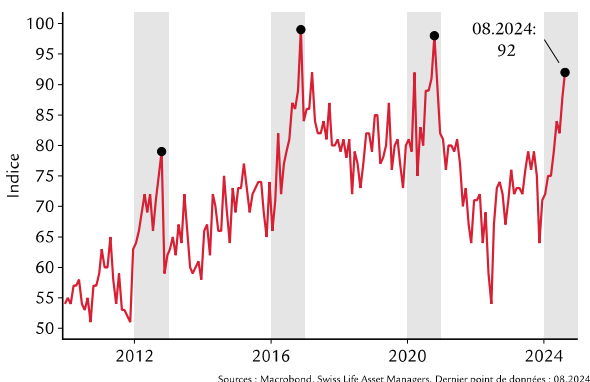
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 septembre 2024

Graphique du mois

Enquête NFIB auprès des PME américaines : indice d'incertitude (années d'élection présidentielle américaine en gris)



En amont de toute élection présidentielle américaine, l'incertitude grandit considérablement parmi les entreprises, avant de redescendre très rapidement, quelle que soit l'issue du scrutin. Ce schéma devrait se reproduire en 2024, ce qui signifie que la situation pourrait se détendre quelque peu après les élections, en particulier sur le marché du travail. Ce dernier a ralenti aux Etats-Unis, pour des raisons principalement conjoncturelles. Toutefois, la grande incertitude politique a sûrement contribué à l'atonie actuelle. Dans le meilleur des cas, le schéma de 2016 se répètera : une grande réticence au recrutement, suivie d'un rebond en 2017.

Etats-Unis

Les taux baissent

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,5%
2025 : 1,6%	2025 : 1,7%

Aux Etats-Unis, les indicateurs conjoncturels présentent un tableau contrasté. Les pessimistes pointent du doigt le taux de chômage, qui a certes légèrement reculé en août, car des effets temporaires ont disparu, mais qui reste orienté à la hausse. De plus, toutes les enquêtes majeures concluent que les consommateurs sont de plus en plus inquiets de la situation du marché de l'emploi. Les acteurs les plus vulnérables de l'économie, à savoir les PME et les ménages à faible revenu, multiplient les signes de stress : net recul des bénéficiaires ou hausse des défauts sur dette de carte de crédit. Les optimistes font état de faibles chiffres de licenciement et même de baisse des demandes initiales d'indemnisation chômage. Par ailleurs, la consommation privée reste solide, et l'indicateur GDPNow de la Fed d'Atlanta traduit même en creux une accélération de la croissance du PIB au 3^e trimestre. C'est exagéré à notre goût. Nous pensons que la vérité se trouve entre les deux visions. La faiblesse du marché de l'emploi devrait durer encore un peu et entraver la progression du PIB. Signe positif, la Fed a enfin pris acte de la situation et a entamé son cycle d'assouplissement en septembre par une baisse de 0,5 points de pourcentage de son taux directeur, plus forte que prévu. Dans notre scénario de référence, nous jugeons que cet assouplissement monétaire intervient à point nommé pour éviter un atterrissage dur de l'économie américaine.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,9%	2024 : 3,0%
2025 : 2,1%	2025 : 2,2%

Les chiffres de l'inflation en août ont donné à la Fed le feu vert pour le revirement. Certes, l'inflation sous-jacente a augmenté, entraînée par la hausse des coûts du logement, mais l'inflation des services (hors énergie et logement) – bien plus importante, car plus cyclique – s'inscrit depuis quatre mois dans la zone de confort de la Fed. La croissance des salaires reste élevée, mais devrait refluer sur fond de marché du travail en repli.

Zone euro

Quoi qu'il en coûte 2.0

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,7%	2024 : 0,7%
2025 : 1,0%	2025 : 1,3%

Mario Draghi, ancien président de la BCE et du conseil italien, a remis un rapport exhaustif sur la compétitivité de l'Union européenne. Mandatés par la Commission européenne, les travaux de Mario Draghi et ses équipes mettent en exergue les défis qui attendent l'UE au cours des années à venir. Ils braquent les projecteurs sur plusieurs secteurs clés où l'UE doit agir pour rester compétitive, en soulignant au passage l'urgence de la chose. Par exemple, le rapport insiste sur la nécessité d'investissements de grande envergure, notamment dans les énergies renouvelables, l'innovation numérique et les infrastructures. En outre, ces dernières années, l'UE est restée à la traîne des Etats-Unis et de la Chine en matière de hausse de la productivité. Le rapport met donc l'accent sur l'urgence d'un gain de productivité afin de maintenir la croissance du PIB. Cependant, la chose est plus facile à dire qu'à faire. En effet, l'appel à l'action nécessiterait le transfert de certaines compétences des gouvernements nationaux à l'échelle de l'UE. Une question qui s'est déjà avérée être un obstacle par le passé. Enfin, la hausse des dépenses que supposerait le plan de Mario Draghi serait titanesque et exigerait très probablement des emprunts européens communs. L'Allemagne notamment compte parmi les opposants les plus véhéments à cette idée.

Inflation

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

En septembre et comme prévu, la BCE a abaissé son taux directeur de 25 points de base, et annoncé poursuivre sa trajectoire progressive d'assouplissement. L'inflation globale en zone euro a baissé à 2,2% en août ; la sous-jacente ressort plutôt stable à 2,8%. La poursuite du repli de l'inflation des produits de base a été compensée par une nouvelle hausse de celle des services.

Allemagne

Déjà la dépression hivernale ?

Croissance du PIB

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

Le mois dernier, la plupart des indicateurs économiques allemands ont déçu, une fois de plus. Les nouvelles sont majoritairement mauvaises, comme l'annonce de potentielles fermetures d'ateliers de production chez Volkswagen. En juillet, la production industrielle a reculé plus que prévu (une fois de plus) et de manière généralisée. L'indice des directeurs d'achat (PMI) dresse aussi un sombre tableau. Dans le secteur tertiaire, il se maintient tout juste au-dessus des 50 points, mais poursuit sa chute dans l'industrie, où il atteint un plus bas en douze mois. L'indice de l'emploi et celui de la production attendue (qui n'entre pas dans la composition de l'indice agrégé) signent des reculs particulièrement marqués. Les entreprises expliquent leur pessimisme par les risques de récession, l'incertitude et les difficultés des secteurs de l'automobile et de la construction. Cette nouvelle dégradation du moral des entreprises ne devrait pas être sans conséquences sur celui des ménages. La peur de perdre son emploi ne cesse de grandir depuis mars 2023, et l'indice d'évolution attendue du revenu est à peine encore positif. Le léger rebond de la consommation que nous attendions dès cette année semble donc s'éloigner. Certes, nous maintenons nos prévisions de croissance – prudentes – mais estimons que les risques sont nettement biaisés vers le bas.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,2%	2024 : 2,3%
2025 : 1,9%	2025 : 2,1%

En août et pour la première fois depuis avril 2021, l'inflation est passée sous les 2% (1,9%). Des effets de base devraient la faire remonter quelque peu au 4^e trimestre. Mais ici aussi, il existe un risque de baisse si la reprise économique prévue se fait attendre. En août, l'inflation sous-jacente s'est élevée à 2,8%. La pression sur les prix reste très tenace dans le tertiaire, alors que ceux des produits de base reculent pour le quatrième mois de rang.

France

Passation de pouvoir

Croissance du PIB

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

Après des semaines d'incertitude, le nouveau gouvernement a été formé. Considérant le verdict des urnes du 7 juillet dernier, l'exécutif de centre-droit dirigé par le Premier ministre Michel Barnier est un fragile édifice, et une motion de censure n'est pas à exclure. De plus, les modalités de mise en œuvre de l'assainissement budgétaire requis manquent de clarté. Cela se traduit par une nouvelle hausse de la prime de risque sur les obligations d'Etat françaises par rapport aux emprunts fédéraux allemands. Corrigé des facteurs saisonniers, l'indice de l'incertitude politico-économique selon les médias est au plus haut depuis 2017, lorsqu'une accession de Marine Le Pen à l'Elysée semblait possible. Le climat politique reste tendu ; en outre, les dernières enquêtes auprès des entreprises ont déçu. En septembre, le PMI de l'industrie a stagné en territoire rouge vif, et l'indice de la production attendue a même atteint son point le plus bas de l'année. Le PMI des services aussi a glissé – étonnamment – sous les 50 points. Les effets spécifiques liés aux jeux olympiques ont très certainement joué. Toujours est-il que le moral des ménages continue de s'améliorer et que la consommation devrait avoir profité à la croissance au 3^e trimestre. Le secteur de la construction donne également des signes de stabilisation.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,3%
2025 : 1,4%	2025 : 1,8%

Dans l'Hexagone également, l'inflation repasse en août sous 2% (1,8%) pour la première fois en trois ans, notamment en raison du fort repli des prix de l'énergie. L'inflation des services a légèrement augmenté. Fait inédit depuis 2021, l'indice des prix du PMI des services est toutefois passé sous les 50 points. La pression des prix semble donc avoir tendance à refluer dans ce secteur également. Nous prévoyons une inflation en léger repli jusqu'en fin d'année.

Italie

Le chômage poursuit sa baisse

La croissance italienne a oscillé autour d'un taux annuel d'environ 0,9%. Un chiffre qui semble faible, mais qui suffit à améliorer la situation sur le marché de l'emploi, considérant la baisse démographique et le faible potentiel de croissance en résultant. Le chiffre officiel de l'emploi enchaîne les records mensuels, le taux de chômage s'inscrivait à 6,5% en juillet 2024, s'approchant ainsi de son dernier point le plus bas, 6,1% en juin 2007. Ces douze derniers mois, le taux de chômage a plus baissé en Italie que dans n'importe quel autre pays de la zone euro. L'Italie a même dépassé son voisin français, dont le taux stable à environ 7,5%. Fait réjouissant, ce large repli concerne toutes les classes d'âge, y compris les jeunes, qui restent très touchés par le chômage. Certes, les enquêtes traduisent une moins bonne forme au troisième trimestre qu'au second, mais témoignent toujours d'une croissance positive de l'économie et de l'emploi.

Espagne

Manne empoisonnée

L'Espagne a connu un nouvel été record et reste parmi les destinations de vacances les plus prisées d'Europe. Le nombre de touristes a dépassé celui de 2023, alors que les prix des nuits d'hôtel ont eux aussi augmenté. En août, l'indice correspondant a progressé de 6,4% en comparaison annuelle. Au cours du même mois, les nuitées dans l'hôtellerie ont gagné 2,6% par rapport à août 2023, signant un nouveau record à 47,8 millions. Les destinations les plus prisées par les touristes étrangers sont les îles Baléares, la Catalogne et les îles Canaries. Le secteur du tourisme représente près de 13% du PIB espagnol, soulignant l'importance du secteur dans l'économie nationale. Mais cet été, le pays a connu de nombreuses manifestations contre le tourisme de masse, qui ont fait les unes de la presse. Dans les hauts lieux touristiques comme Majorque, Barcelone et Malaga notamment, les habitants font de plus en plus entendre leur colère. Ils se plaignent particulièrement du bruit et de la forte hausse des loyers.

Suisse

Le marché du travail se normalise

Croissance du PIB

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

Les enquêtes auprès des entreprises restent volatiles. Le PMI des services flirte avec le seuil de croissance depuis le début de l'année. En août, il est ressorti en territoire positif, et l'indice des commandes a nettement progressé. Récemment, le PMI de l'industrie a atteint sa valeur la plus élevée depuis février 2023, tout juste sous les 50 points. En revanche, l'indice de l'emploi recule à nouveau légèrement, le marché du travail semble donc lentement se normaliser. Certes, les chiffres de l'emploi se sont améliorés au deuxième trimestre, les entreprises du tertiaire déplorent toujours des difficultés de recrutement et les offres d'emploi restent nombreuses par rapport à l'ère pré-covid. Toutefois, le ratio entre postes non pourvus et demandeurs d'emploi est proche des valeurs aussi faibles de 2019. De plus, selon l'enquête auprès des ménages réalisée par le SECO, la peur de perdre son travail a grandi depuis le début de l'année et la sécurité de l'emploi est jugée en repli. Nous estimons que le taux de chômage actuellement inscrit à 2,5% va atteindre 2,7% courant 2025.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,1%	2024 : 1,2%
2025 : 0,5%	2025 : 1,0%

Il y a un mois encore, notre prévision pour 2025 était bien inférieure à celle des autres que collecte Consensus Economics. Désormais, la projection du consensus se rapproche de la nôtre. Le SECO partage également notre projection selon laquelle les taux d'inflation vont s'établir dans la partie inférieure de la fourchette cible de la BNS de 0% à 2% dans les prochains mois. En assouplissant trop rapidement sa politique monétaire, la BNS renforcerait la tendance, car cela impliquerait une baisse du taux d'intérêt hypothécaire de référence et donc des loyers existants.

Royaume-Uni

Yeux rivés sur le budget

Croissance du PIB

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

Le budget automnal sera présenté le 30 octobre. Dans son discours, le Premier ministre Keir Starmer a prévenu qu'il serait « douloureux ». Le budget devrait comprendre des hausses d'impôts visant à financer le déficit public. Toutefois, pendant sa campagne, le Labour avait exclu toute hausse de la TVA, de l'impôt sur le revenu ou sur les sociétés. Ces trois sources représentent l'essentielle des recettes fiscales. Hausse des impôts sur les revenus du capital, suppression des allègements de l'impôt sur les successions et modification des allègements fiscaux sur les cotisations aux régimes de retraite sont les plus probables pour réduire la fracture budgétaire. Certaines coupes dans les dépenses ont déjà été annoncées, comme la réduction de la prise en charge automatique des coûts de chauffage l'hiver pour les retraités. En septembre, le moral des ménages a subi une forte chute – inattendue – et se retrouve à son niveau de janvier. L'enquête a été menée lors de la première quinzaine de septembre. Il est donc probable que le discours de Keir Starmer et les hausses d'impôt attendues l'aient influencée de façon négative. En revanche, les ventes au détail affichent toujours une bonne forme. En août, elles ont progressé de 1% par rapport au mois précédent.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%
2025 : 2,1%	2025 : 2,4%

Outre la politique budgétaire, la politique monétaire cristallise aussi l'attention. Contrairement à la Fed, la Banque d'Angleterre n'a pas modifié son taux directeur, inscrit à 5,0%. Elle a toutefois fait savoir que d'autres baisses de taux suivraient progressivement. En août, l'inflation globale est restée inchangée à 2,2%, alors que celle des services a encore augmenté.

Chine

Revirement de tendance en vue ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,7%	2024 : 4,8%
2025 : 4,4%	2025 : 4,4%

L'économie domestique chinoise demeure timorée. A l'origine de cette faible demande, la crise tenace de l'immobilier, qui maintient le moral des ménages à un niveau historiquement bas. Trois ans après le début de la crise, nul ne sait combien de temps il faudra avant que la tendance s'inverse. A défaut de prédire une date plus précise, les derniers indicateurs révèlent que la crise est plus proche du terme que du début. La trajectoire baissière des ventes immobilières mensuelles corrigées des variations saisonnières est bien moins marquée cette année qu'au cours des trois dernières. Les données d'août indiquent une stabilisation par rapport à juillet. Par ailleurs, le cabinet d'analyse financière Gavekal estime que les acquisitions des particuliers vont reculer à environ 6% du PIB en 2024. Un chiffre situé dans la plage de 5% à 7,5% précédant le boom immobilier et considéré comme normal au plan mondial. Partant de ce niveau de ventes immobilières bien plus modeste, tout nouveau repli éventuel serait moins marqué que la correction enregistrée jusqu'à présent. Toutefois, cela ne signifie pas que le revirement de tendance est proche. Les réalisations au ralenti des ventes sur plan alimentent l'incertitude, alors que la baisse durable des prix va inciter les potentiels acheteurs à patienter pour connaître l'ampleur de la correction.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,4%	2024 : 0,5%
2025 : 1,8%	2025 : 1,3%

En août, l'inflation est passée de 0,4% à 0,6%, notamment en raison du rebond des prix du porc. La pression inflationniste sous-jacente reste cependant très faible, donnant à la banque centrale toute latitude et justification pour stimuler l'économie. En septembre, le taux des réserves minimales, les taux directeurs et les taux hypothécaires ont ainsi été abaissés.

Economic Research



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



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



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



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



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2023

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

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

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



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

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

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

4^e trimestre 2024

A retenir

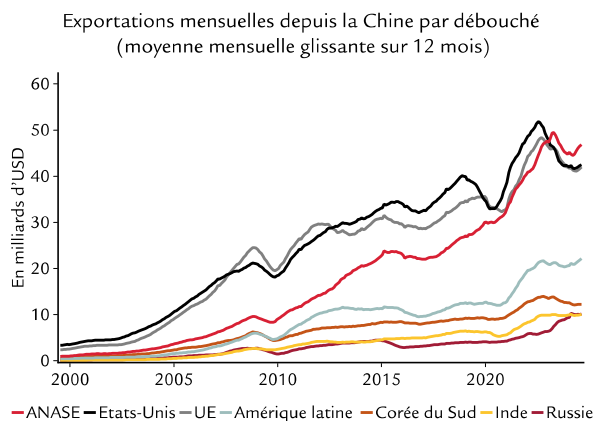
- Le repli de l'inflation et des taux d'intérêt porte l'économie intérieure dans les pays émergents
- Les inquiétudes pour la croissance mondiale font reculer la demande externe
- Chine : la crise immobilière est plus proche de la fin que du début, mais la pression à la baisse demeure

En un chiffre

5

Le taux de croissance du PIB indien s'est inscrit à plus de 7% pour le cinquième trimestre de rang, avant de redescendre légèrement à 6,7% au second trimestre 2024. L'Inde est donc l'économie qui croît le plus vite au monde. Ce faible recul tient surtout au léger repli enregistré lors de l'élection au 2^e trimestre, où un arrêt temporaire de la dépense publique est intervenu. Consommation et investissement sont en revanche restés solides et devraient rester portés par les efforts de diversification qui éloignent les investisseurs de la Chine.

En un graphique

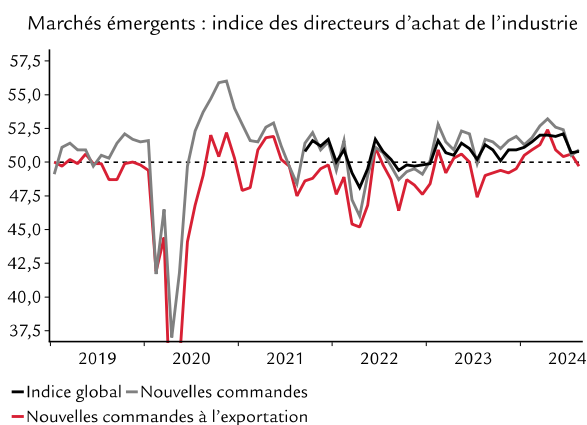


Considérant la faible demande domestique causée par la crise immobilière (voir page 3), la demande externe était plutôt favorable à la Chine. Mais avec le repli de la demande américaine, cet effet va diminuer quelque peu. Toutefois, Pékin a diversifié ses débouchés. Les exportations vers l'Asie du Sud-Est ont dépassé celles vers les Etats-Unis, celles vers l'Amérique latine augmentent à un rythme fulgurant. La dépendance à un pays a ainsi nettement diminué ; c'est une des explications de la bonne tenue des exportations jusqu'ici.

Atonie chinoise, mais marchés émergents en forme

La capacité de résistance économique des marchés émergents va probablement durer au 4^e trimestre. Certes, l'inflation demeure tenace dans le tertiaire en raison de la forte demande intérieure. Mais dans la plupart des économies, l'inflation globale est dans la plage fixée par les différentes banques centrales. A l'exception du Brésil, où le taux directeur a été légèrement relevé en raison d'une conjoncture étonnamment forte et d'une prévision d'inflation légèrement relevée, les baisses de taux peuvent donc se poursuivre dans ces pays. Les pays d'Amérique latine et les pays émergents en Europe ont déjà fortement assoupli leur politique monétaire depuis mi-2023. La baisse de taux de la Fed ouvre la porte à un assouplissement dans la région asiatique – plus prudente. L'Inde, l'Indonésie et les Philippines affichent actuellement des taux supérieurs à 6%. Cela traduit une politique rigide qui entrave la dynamique économique. Ces pays ont de la marge pour abaisser leurs taux directeurs. Une inflation plus faible est favorable au revenu réel disponible et donc à la consommation. Des taux moins élevés sont eux bénéfiques à l'investissement. Par conséquent, la perspective pour la demande intérieure des pays émergents reste positive. Actuellement, la Chine n'est pas la locomotive de la croissance des pays émergents. Malgré le passage à vide de l'économie chinoise, tenant principalement à la crise immobilière, les autres économies émergentes affichent des dynamiques conjoncturelles fortes et font preuve de résilience.

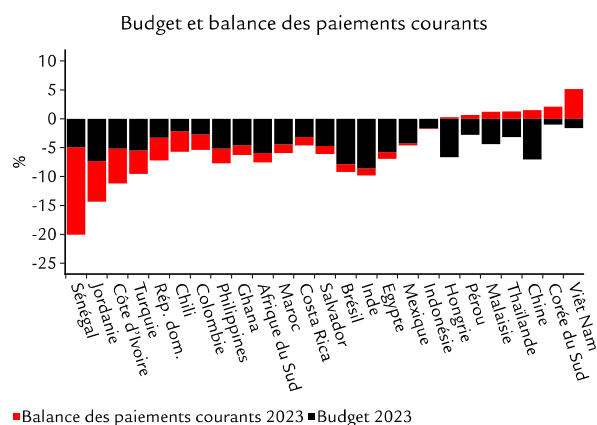
Graphique 1 : Demande intérieure solide, exportations en repli



Repli du soutien de l'environnement externe

Tandis que la demande domestique est stable, l'environnement externe est de moins en moins favorable. L'indice des directeurs d'achat (PMI) du mois d'août dans l'industrie en est le témoin. Les sous-composants des enquêtes PMI concernant les nouvelles commandes sont toujours supérieurs à 50 points, le seuil séparant expansion et contraction, traduisant une solide demande intérieure. En revanche, les commandes à l'exportation sont passées sous cette valeur pour la première fois cette année. Une raison à ce repli est le recul de la demande venue des Etats-Unis, qui devrait encore diminuer ces prochains mois. Le Mexique est particulièrement touché : les exportations vers le voisin du nord représentent plus de 25% du PIB. Bien que la récente baisse de 50 points de base de la Fed soit une première étape positive pour réagir au ralentissement économique à venir, les craintes quant à la croissance et les débats autour de la récession sont ravivés. Le sentiment de risque général s'en trouve fragilisé. De plus, l'élection présidentielle américaine nourrit l'incertitude. Une potentielle victoire de Donald Trump serait un coup dur pour les pays émergents, en raison de sa politique imprévisible et des menaces de droits de douane. A cela vient s'ajouter l'incertitude géopolitique des guerres en cours en Ukraine et au Proche-Orient. Si nous ne prévoyons pas d'escalade qui ébranlerait les marchés financiers mondiaux, les derniers événements, à savoir l'incursion de troupes ukrainiennes en territoire russe et les frappes qui se multiplient au Liban, pèsent sur l'environnement de risque.

Graphique 2 : Les économies structurellement faibles sous forte pression



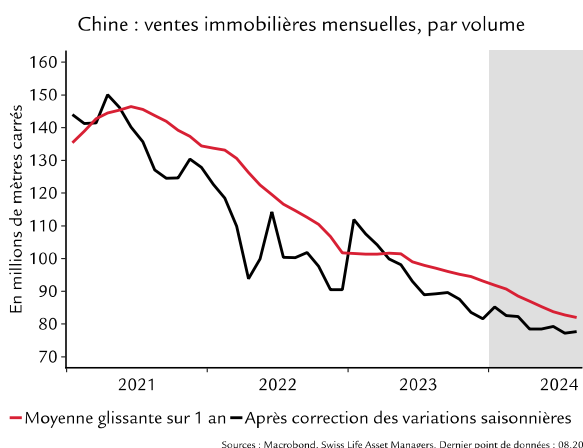
Les pays émergents dépendants des flux financiers étrangers – donc ceux avec un fort déficit budgétaire et de la balance courante – seront les premiers à pâtir d'un environnement de risque moins favorable. Ceux disposant de fondamentaux plus solides – principalement les économies asiatiques – seront plus résistants (voir graphique 2).

Crise immobilière en Chine : la fin proche ?

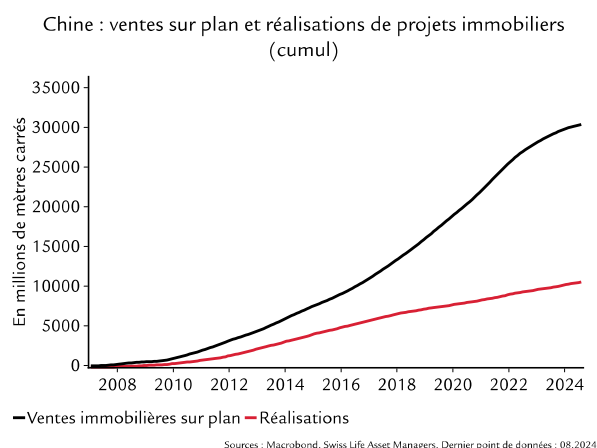
L'économie intérieure chinoise reste atone. Les indicateurs de la consommation (ventes au détail p. ex.) restent nettement en deçà des prévisions sur l'année. A l'origine de cette faible demande, la crise tenace de l'immobilier, qui maintient le moral des ménages à un niveau historiquement bas. Elle a débuté il y a trois ans avec les difficultés financières du groupe Evergrande. Titan des promoteurs immobiliers en Chine, Evergrande s'est retrouvé en fâcheuse posture financière quand les autorités réglementaires ont introduit des mesures pour limiter l'endettement des sociétés de ce secteur. Des décisions qui ont entraîné des difficultés de trésorerie et des défauts de paiement. Trois ans après le début de la crise, nul ne sait combien de temps il faudra avant que la tendance s'inverse. A défaut de prédire une date plus précise, les derniers indicateurs révèlent que la crise est plus proche du terme que du début. La trajectoire baissière des ventes immobilières mensuelles corrigées des variations saisonnières est bien moins marquée cette année qu'au cours des trois dernières. Les données d'août indiquent une stabilisation par rapport à juillet (voir graphique 3). Par ail-

leurs, le cabinet d'analyse financière Gavekal estime que les acquisitions des particuliers vont reculer à environ 6% du PIB en 2024. Un chiffre situé dans la plage de 5% à 7,5% précédant le boom immobilier et considéré comme normal au plan mondial. Partant de ce niveau de ventes immobilières bien plus modeste, tout nouveau repli éventuel serait moins marqué que la correction enregistrée jusqu'à présent. Plusieurs raisons font que nous n'attendons pas encore d'inversion de tendance. Parmi elles, le scepticisme de la population quant à la capacité financière des promoteurs à livrer des projets vendus sur plan, mais pas encore achevés. En effet, le fossé entre les deux n'a cessé de se creuser. Les réalisations et achèvements de projets immobiliers continuent d'avancer à pas de fourmi. En août, ils reculaient de plus de 23% en comparaison annuelle. Tant que cette tendance perdurera, l'intérêt des investisseurs pour les biens vendus sur plan restera faible. De plus, la baisse des prix va inciter les potentiels acheteurs à patienter pour connaître l'ampleur de ce repli. Bien que la crise approche de son terme et que les mouvements à la baisse vont être moins marqués, l'inversion du momentum n'interviendra pas de sitôt.

Graphique 3 : Chine : aplanissement de la trajectoire baissière des ventes immobilières



Graphique 4 : Chine : le fossé entre ventes sur plan et réalisations de projets immobiliers se creuse



Economic Research



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



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



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



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



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2023

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

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

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



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

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

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

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon 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, Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København.

Octobre 2024

Taux d'intérêt et obligations

La Fed baisse ses taux de 50 pb

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Sept. 2024*	Year-to-date*	Actuel	Sept. 2024*	Year-to-date*
US	3,8%	-13 pb	-10 pb	90 pb	-3 pb	-9 pb
Zone euro	2,2%	-13 pb	15 pb	117 pb	0 pb	-21 pb
UK	4,0%	-3 pb	46 pb	122 pb	2 pb	-17 pb
CH	0,4%	-1 pb	-23 pb	72 pb	-2 pb	-11 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 26 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Notre scénario de référence prévoit ralentissement conjoncturel et nouvelle légère hausse du taux de chômage, sans récession. L'inflation devrait poursuivre sa normalisation.
- Le 18 septembre, la Fed a entamé son cycle avec une baisse de 50 pb, supérieure aux attentes. Nous en prévoyons deux autres cette année.

Zone euro

- La croissance du PIB trimestriel devrait rebondir quelque peu en 2025. Les risques restent sous-estimés, notamment pour l'Allemagne, où la probabilité de récession calculée par Bloomberg sur 12 mois est passée de 30% à 42,5%.
- Comme prévu, la BCE a diminué son taux de 25 pb ; nous prévoyons deux autres baisses cette année.

Royaume-Uni

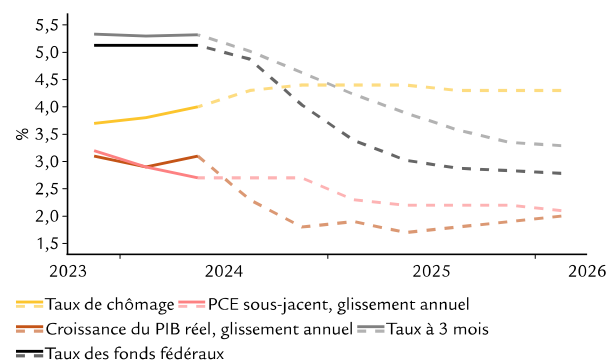
- L'indice de surprise économique Bloomberg est repassé dans le rouge en septembre.
- La BoE ne devrait livrer qu'une baisse de taux pour le reste de 2024.

Suisse

- En août, le PMI a dépassé les attentes, mais l'inflation était inférieure aux prévisions du consensus. Nos projections de PIB et d'inflation pour 2025 demeurent inférieures à celles du consensus.
- Nouvelle baisse de 25 pb par la BNS en septembre, avec allusion à d'autres baisses. Ainsi, le risque de notre position de taux directeurs inchangés est biaisé à la baisse.

Nouvelles baisses et atterrissage en douceur prévus

Etats-Unis : prévisions économiques du consensus Bloomberg et taux d'intérêt attendus par les marchés



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : T1 2026

Après la baisse de 50 pb par la Fed en septembre, le marché à terme table sur sept autres d'ici fin juin 2025 et une de plus d'ici fin juin 2026. Nous en prévoyons une de moins. Le marché attend une sorte d'atterrissage en douceur de l'économie américaine (ralentissement de la croissance du PIB réel et de l'inflation, hausse modérée du chômage – voir graphique ci-dessus). Des prévisions plutôt proches de notre scénario de référence, baptisé : « la politique monétaire passe à neutre et l'inflation et la croissance atteignent l'équilibre ». Le fait que le marché anticipe ce scénario explique pour partie les faibles niveaux actuels d'écarts de crédit. Les écarts tiennent compte du scénario du consensus de baisses de taux et d'indicateurs macroéconomiques en repli, avant que des taux plus bas puissent stimuler l'économie américaine. Un scénario positif pour le crédit, à plusieurs titres : (1) la baisse des taux avantage les prix des obligations à coupon fixe et les positions longues ; (2) charges d'intérêt en baisse pour les entreprises et consommateurs (à forte part de dette variable) ; (3) avec le temps, des taux bas stimulent la croissance économique. Nous sommes neutres sur les écarts high yield et investment grade pour octobre. Quant à la durée, nous prévoyons des rendements américains et allemands moins élevés en fin d'année. Nous sommes neutres sur les obligations suisses.

Actions

Sommet américain historique

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Sept. 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	1,4%	20,5%
Zone euro	-0,5%	10,0%
Royaume-Uni	-1,5%	10,0%
Suisse	-2,1%	10,3%
Marchés émergents	3,5%	13,4%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 26 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Le mois de septembre a débuté par une correction de plus de 4% lors du premier jour de bourse. Mais sur le mois, le rendement est positif.
- L'ampleur de la baisse de taux par la Fed a été une bonne surprise, et les marchés ont battu un nouveau record.
- Le marché américain est cher et sa valorisation bien supérieure à celle de tous les autres.

Zone euro

- Une fois de plus, le marché européen sous-performe l'américain. En cumul annuel, la sous-performance est maintenant d'environ 10 points de pourcentage. En Europe, des styles comme valeur et faible volatilité font bien mieux qu'aux Etats-Unis où croissance et momentum dominant.
- La valorisation du marché européen reste neutre, mais il lui manque une étincelle pour devenir supérieure à celle de l'américain (en termes absolus et relatifs).

Royaume-Uni

- Performance britannique morose par rapport au marché américain, en août comme en septembre.
- Le marché britannique profite toujours de sa faible valorisation.

Suisse

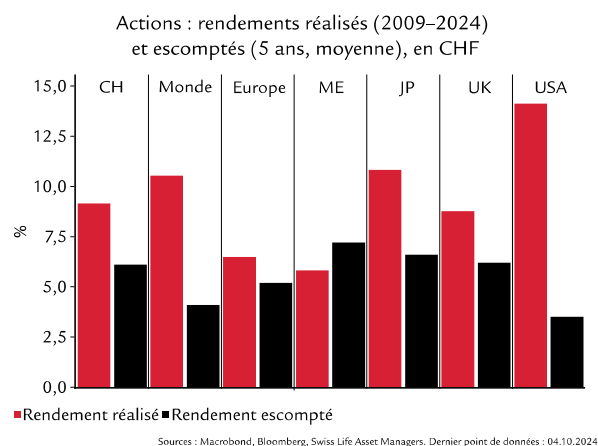
- Nette sous-performance par rapport aux autres marchés en septembre, à l'image des trois poids lourds (Nestlé, Roche, Novartis).
- Le marché suisse des actions se situe dans la partie supérieure de la plage neutre.

Marchés émergents

- En septembre, les marchés émergents ont surperformé les marchés développés, grâce notamment aux récentes mesures chinoises pour doper l'immobilier et les actions.

Normalisation prévue des rendements des actions sur cinq ans

Une convergence de facteurs a entraîné le fort marché haussier entre 2009 et 2024 : taux d'intérêt faibles à nuls, assouplissement quantitatif, faible valorisation de départ et boom informatique et de l'IA. Hormis la brève chute liée à la pandémie, il n'y a pas eu de marché baissier entre 2009 et 2022. Les rendements réalisés sur actions ont été exceptionnellement élevés en comparaison historique. Est-il possible de renouveler ces performances si les facteurs clés ne sont plus présents, ou ont perdu de leur vigueur ? Le graphique ci-dessous présente nos propres rendements prévus des principaux marchés des actions ces cinq prochaines années.



Tous pays et régions confondus, hormis les marchés émergents, les rendements escomptés sont inférieurs à ceux réalisés par le passé. Aux Etats-Unis, la différence est de 11 points de pourcentage. En Europe et au Royaume-Uni, les rendements escomptés sont inférieurs de seulement 2-3,5 points de pourcentage. Les marchés émergents sont la seule région où le rapport est inversé, et ils enregistrent le rendement escompté le plus élevé tous marchés confondus (inscrit à environ 6,5% en CHF). Les principaux facteurs expliquant ces différences majeures résident dans un environnement de taux et des valorisations initiales normalisés. Les taux d'intérêt bas dans les pays industrialisés ont fourni un soutien constant qui a fait grimper les rendements sur les marchés des actions. Dans les pays émergents, où les taux d'intérêt n'étaient pas nuls, ce vent favorable a fait défaut. Cette disparité explique les rendements escomptés plus faibles dans les marchés développés. Aux Etats-Unis, le rendement attendu relativement faible tient surtout à la forte valorisation actuelle – en termes absolus comme relatifs.

Devises

Nous devenons négatifs sur l'USD

Aperçu des principales devises

	Sept. 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	0,9%	1,0%	↗
EUR/CHF	1,1%	2,2%	↘
GBP/USD	1,7%	4,8%	↗
USD/JPY	-0,7%	2,9%	↗

* Variation au 26 septembre. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Nouveau mois difficile pour l'USD en septembre, en repli de 0,7% pondéré des échanges, les marchés financiers attendant toujours un cycle d'assouplissement plus marqué de la Fed.
- Les marchés vont camper sur leur position, sur fond d'emploi américain qui mollit et de risques de récession qui augmentent. L'USD devrait donc rester faible ces trois prochains mois.

Zone euro

- L'EUR s'est apprécié un peu plus face à l'USD en septembre. La BCE a moins baissé ses taux que la Fed et elle est restée vague quant à la trajectoire de politique monétaire, contribuant à l'atonie.
- Jusqu'à fin 2024, nous sommes positifs sur la paire EUR/USD et neutres sur la paire EUR/CHF.

Royaume-Uni

- La GBP gagne encore du terrain face à l'USD et à l'EUR en septembre : la BoE n'a pas bougé son taux directeur et les données économiques restent solides.
- Jusqu'à fin 2024, nous sommes positifs sur la paire GBP/USD et neutres sur la paire GBP/EUR.

Suisse

- Léger repli du CHF face à l'EUR en septembre, et stabilité face à l'USD. La baisse du taux directeur de la BNS et son attitude souple a eu peu d'effet sur le taux de change à l'heure où nous écrivons – ce que prévoyaient les marchés financiers.
- Nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF et négatifs sur la paire USD/CHF sur trois mois.

Japon

- La paire USD/JPY a glissé un peu plus en septembre.
- Après le mouvement marqué depuis juillet 2024, nous pensons toutefois que le JPY va de nouveau faiblir, car nous n'attendons pas de cycle de hausse crédible de la part de la Banque du Japon.

L'USD victime de l'érosion de l'avantage de carry

Différentiel de rendement des obligations américaines et suisses vis-à-vis de la paire USD/CHF



— Différentiel de rendement des obligations d'Etat à 2 ans : Etats-Unis moins Suisse, éch. de g.
— USD/CHF, éch. de d.

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 26.09.2024

Bien que les données macroéconomiques américaines aient été globalement solides en septembre – surtout la consommation – l'emploi reste inquiétant. Cela n'a pas échappé aux ménages : la dernière enquête Conference Board Survey fait état d'une raréfaction des offres d'emploi, généralement un signe avant-coureur d'une trajectoire de récession. La Fed aussi a été vigilante et a baissé de 50 pb son taux directeur en septembre, davantage que prévu. Un aveu implicite de léger retard à l'allumage de son cycle d'assouplissement. Si nous pensons que la récession américaine devrait être évitée, le risque d'un scénario défavorable grandit depuis juin et la Fed devrait annoncer une baisse à chacune de ses futures réunions. Le marché semble partager cet avis, et anticipe même un scénario très souple : en effet, la distance pour rallier le taux dit neutre où l'économie est à l'équilibre est plus grande aux Etats-Unis que partout ailleurs. En creux, cela signifie que l'avantage de carry de l'USD va s'éroder, surtout face à des devises à faible rendement comme le CHF où le potentiel de nouvelles baisses de taux est bien plus limité. Cette érosion (voir graphique) est la principale explication de la récente dépréciation de l'USD non seulement face au CHF, mais aussi face aux devises des autres marchés développés. L'économie américaine étant plus exposée et la Fed changeant la focale – de risque d'inflation à celui de récession – nous tendons vers une position négative sur l'USD vis-à-vis de l'EUR et de la GBP jusqu'à fin 2024. La BCE et la BoE semblent plus inquiètes de l'inflation.

Allocation d'actifs

Les rendements positifs cachent la forêt

Synthèse

- Entre le 1^{er} et le 24 septembre, les marchés financiers ont signé des rendements globaux positifs, même si la dispersion a été notable, surtout parmi les actions.
- Les obligations ont profité des rendements en baisse et affiché de belles performances. Les obligations d'entreprises investment grade ont surperformé celles d'Etat, les écarts se resserrant davantage. Les rendements high yield ont été légèrement inférieurs aux rendements investment grade, le resserrement ayant été moins franc dans ce segment.
- Le rendement positif global des actions mondiales masque une performance asymétrique : marchés américain et émergents sont positifs, européens et japonais négatifs.
- Si le CHF a peu évolué face à l'USD et à l'EUR, la GBP a fortement progressé face au billet vert, alors que le yen a été volatil.

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	neutre

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

- Les investisseurs ont digéré les derniers résultats trimestriels décevants sur le marché américain des actions. Ce dernier surperforme, toujours emmené par ses « Magnificent 7 ». Les principaux facteurs sont la hausse surprise de la croissance des bénéficiaires prévue, la solide performance économique américaine et la prévision de nouvelles baisses du taux directeur de la Fed. Notre position sur les actions reste foncièrement sceptique, même si nous sommes neutres car nous sommes conscients de la capacité du marché américain à se redresser en dépit d'une valorisation très élevée.
- Les rendements des obligations d'Etat ont baissé, mais restent intéressants, alors que les écarts de crédit sont bien trop serrés. Nous restons donc surpondérés sur ces titres (hormis pour la Suisse) et sous-pondérons la dette d'entreprise, high yield et des marchés émergents. Les écarts sont trop serrés pour protéger efficacement d'une dégradation de la qualité de crédit. Les obligations d'Etat gardent un rendement attrayant, qui permettrait de diversifier le risque des actions si la volatilité croît.

Baisse de taux : bonne ou mauvaise nouvelle ?

En septembre, la Réserve fédérale américaine a enfin entamé son cycle d'assouplissement. Est-ce que l'effet sur les actifs risqués comme les actions et les obligations d'entreprises sera positif ? Alors qu'on répondrait ou instinctivement, l'histoire enseigne que ces baisses sont souvent (mais pas toujours) suivies de 12 mois difficiles pour ces actifs, comme l'indique le tableau ci-dessous pour les Etats-Unis.

Période de 12 mois après la première baisse de taux de la Fed	Rendement de cours S&P 500	Rendement total indice des obligations d'entreprises américaines
05.1981 – 05.1982	-15,6%	-15,6%
09.1984 – 09.1985	9,6%	9,6%
05.1989 – 05.1990	12,7%	12,7%
06.1995 – 06.1996	23,1%	23,1%
12.2000 – 12.2001	-13,0%	-13,0%
08.2007 – 08.2008	-13,0%	-13,0%
06.2019 – 06.2020	5,4%	5,4%

Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Après une phase de taux d'intérêt élevés pour dompter l'inflation, les banques centrales commencent à les baisser pour éviter ou du moins atténuer l'effet d'une récession une fois l'inflation maîtrisée. Généralement, si la Fed réduit les taux en période de récession, les actifs risqués réagissent mal. L'effet positif des taux plus bas est surcompensé par celui négatif de la perspective économique en berne et le risque plus élevé de faillites en phase de contraction.

Toutefois, lorsque la Fed réussit à maîtriser l'inflation sans causer de récession, les actifs risqués ne subissent pas de forte correction. Ces atterrissages en douceur sont rares et constituent une véritable prouesse. Depuis 1980, les Etats-Unis n'en ont connu que deux, en 1984-1986 et en 1994-1995. La baisse de taux initiale n'a entraîné qu'une modeste correction des actions et obligations d'entreprises, et les rendements lors des années suivantes ont été solides. Même si les marchés ont ensuite connu le krach d'octobre 1987.

La trajectoire économique américaine actuelle a tous les atours d'un atterrissage en douceur. Toutefois, la très forte valorisation de nombreux actifs risqués comme les grandes actions technologiques et la plupart des instruments de crédit les exposent aux chocs négatifs.

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
X @Homberger_A



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



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



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

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

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

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



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

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

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

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon 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, Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København.