

Juillet 2025

## A retenir

Etats-Unis : après une consommation et une production anticipées, le ralentissement se fait jour.

Zone euro : suite du rebond de la consommation grâce à de forts taux d'épargne et à des salaires réels en hausse.

Chine : l'économie reste résistante grâce à la croissance des exportations et à la diversification commerciale.

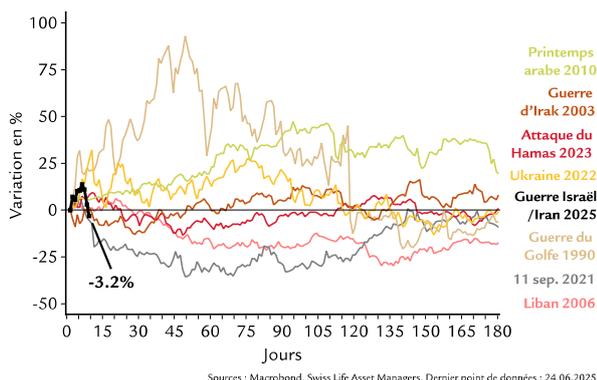
## Prévisions comparées

	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	1,5%	1,5% ↑	1,5%	1,6% ↑	3,0% ↓	3,0% ↓	3,5%	2,8%
Zone euro	1,0%	1,0% ↑	1,1%	1,1%	1,9% ↓	2,0%	1,8% ↓	1,8%
Allemagne	0,4% ↑	0,1% ↑	1,4% ↑	1,2%	2,0% ↓	2,1%	2,0%	2,0%
France	0,6% ↓	0,5% ↓	1,2%	0,9%	0,9% ↓	1,0% ↓	1,5% ↓	1,5% ↓
Italie	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	1,6% ↓	1,8%	1,8%	1,7%
Espagne	2,2%	2,4%	1,7%	1,8%	2,3%	2,3% ↓	1,7%	1,9%
Royaume-Uni	1,1%	1,0% ↑	1,2%	1,0%	3,1%	3,2% ↑	2,2%	2,4% ↑
Suisse	1,3% ↑	1,1% ↑	1,8%	1,4%	0,1%	0,2% ↓	0,5%	0,6%
Japon	1,0%	0,8%	0,6%	0,7% ↑	3,1%	2,8%	1,8%	1,6%
Chine	4,5%	4,5% ↑	3,9%	4,2% ↑	0,3%	0,2% ↓	1,3%	0,8% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 juin 2025

## Graphique du mois

Impact à court terme de différents événements géopolitiques sur le prix du Brent (en USD)



Avec la guerre entre Israël et l'Iran, le prix du pétrole a bondi temporairement, alors que Washington a rejoint le conflit en frappant des installations nucléaires iraniennes. Mais la prime de risque sur le brut est aussitôt revenue à son niveau initial, Donald Trump ayant annoncé un cessez-le-feu. L'histoire montre que les crises au Proche-Orient n'ont un effet de hausse durable des prix du pétrole que lorsque les marchés considèrent la production de brut en danger, comme lors de la Guerre du Golfe ou du Printemps arabe. Actuellement, des attaques sur des infrastructures pétrolières ou une fermeture du détroit d'Ormuz semblent improbables, car ni Téhéran ni Washington n'y ont d'intérêt.

## Etats-Unis

### Nouvel ajournement douanier ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,5%	2025 : 1,2%
2026 : 1,5%	2026 : 1,5%

Les derniers chiffres de l'activité font état du ralentissement attendu, après que ménages et entreprises ont anticipé l'achat de biens importés en raison des taxes douanières. En mai, ventes au détail et production industrielle ont reculé, les ventes dans l'automobile chutant en particulier. Mais comme les importations américaines reculent désormais nettement, la croissance du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre sera encore honorable. L'indicateur en temps réel « GDPNow » de la Fed d'Atlanta table même sur un gain de 3,4% en base annualisée. Au 2<sup>e</sup> semestre en revanche, nous prévoyons que les droits de douane se feront davantage ressentir sur la croissance. Selon nous, la guerre commerciale est bien plus dangereuse pour l'économie américaine qu'une possible escalade du conflit au Proche-Orient, les Etats-Unis étant largement indépendants du point de vue énergétique. Le report des taxes douanières prendra fin le 9 juillet pour tous les pays à l'exception de la Chine. Notre hypothèse est celle d'une combinaison d'un nouveau report (pour les pays avec lesquels un accord commercial semble réaliste) et de droits de douane plus élevés. Ceux-ci pourraient particulièrement toucher les pays émergents, Washington craignant qu'ils ne servent de voie détournée pour acheminer de plus en plus de produits chinois aux Etats-Unis. L'incertitude en matière de politique commerciale demeure donc grande, mais selon nous, la nervosité des marchés n'atteindra pas le niveau connu lors du « Liberation Day » le 2 avril.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 3,2%	2025 : 3,1%
2026 : 3,5%	2026 : 2,8%

Peu d'effets douaniers sur les données d'inflation en mai également. Certes, des biens généralement importés (équipements sportifs ou appareils électroniques p. ex.) sont plus chers, mais des véhicules moins chers et une faible inflation dans le secteur tertiaire ont compensé. Globalement, nous tablons toujours sur une hausse décalée des prix des biens en raison des taxes douanières, qui pourrait produire une inflation plus élevée que prévu en 2026 notamment.

## Zone euro

### La consommation à la rescousse

#### Croissance du PIB

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

La croissance du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre 2025 a de nouveau été revue à la hausse (de 0,3% à 0,6% par rapport au T4 2024). Toutefois, ces chiffres surestiment la dynamique sous-jacente, car l'Irlande et les exportations anticipées continuent de biaiser les statistiques. Nous ne pensons donc pas que la forte croissance au 1<sup>er</sup> trimestre se traduira par une progression accrue du PIB sur l'année, mais prévoyons une inversion lors des prochains trimestres en raison du repli de la demande américaine. Nous avons donc ajusté notre trajectoire de croissance trimestrielle pour 2025, et notre prévision annuelle reste inchangée à 1%. De notre point de vue, la demande intérieure restera un relais de croissance clé pour le reste de l'année. La hausse des salaires réels dans les quatre grands pays de l'UEM se poursuit. Le taux d'épargne des ménages est toujours comparativement élevé, et l'environnement de taux bas devrait donner une impulsion supplémentaire. De plus, le marché du travail tendu portera la conjoncture et la consommation. Un indicateur de la Commission européenne souligne que 11% des entreprises n'ont pas réduit leurs effectifs malgré la baisse de production. En effet, elles pensent qu'il sera plus difficile de recruter à nouveau cette main-d'œuvre à l'avenir.

#### Inflation

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

En mai, l'inflation s'est inscrite à 1,9%, inférieure aux prévisions, alors que l'inflation sous-jacente a nettement reculé, en raison du repli des prix des services. De forts effets saisonniers étaient à l'œuvre avec un week-end de Pâques tardif cette année. Cela a fait augmenter les prix des services de loisirs en avril. Une certaine inversion de cet effet était donc attendue en mai.

## Allemagne Croissance en vue

### Croissance du PIB

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

L'Allemagne continue sur sa trajectoire de reprise visible depuis le début de l'année. Malgré les tensions géopolitiques, l'incertitude persistante autour du commerce mondial et un recul temporaire en mai, les signes d'une reprise économique progressive se multiplient. Les indicateurs du moral comme l'indice ifo du climat des affaires, les enquêtes ZEW et les PMI témoignent d'une amélioration timide, mais généralisée. Les entreprises jugent notamment la situation commerciale actuelle comme plus positive, et le PMI de l'ensemble de l'économie est repassé en territoire positif. L'anticipation des exportations révèle désormais ses traces sur le commerce extérieur, l'industrie exportatrice voyant sa dynamique s'essouffler. L'économie domestique reste en revanche solide et porte la croissance modérée. Consommation privée comme investissements des entreprises ont surpris en augmentant au 1<sup>er</sup> trimestre. En parallèle, le secteur de la construction donne de premiers signes – du côté des permis de construire p. ex. – d'une reprise prudente après la forte contraction des deux dernières années. Le budget 2025 du nouveau gouvernement fédéral est très ambitieux et prévoit dès 2025 une forte augmentation des dépenses pour la défense et les infrastructures. Pour ce faire, il est prévu de contracter une nouvelle dette de plus de 3% du PIB par an. A partir de 2026, elles devraient devenir un relais de croissance avec des effets positifs sur l'emploi et l'investissement des entreprises.

### Inflation

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

En mai, le taux d'inflation s'inscrit à 2,1%, proche de la plage cible, notamment car les prix de l'énergie reculent. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et l'alimentation, stagne pour sa part à 2,8%, illustrant que la normalisation de l'inflation n'est pas achevée. La pression sur les prix reste tenace en particulier pour les services. Cela étant, vu l'environnement actuel, nous attendons un lent mais constant recul de l'inflation.

## France Baisse de régime

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,7%	2025 : 0,6%
2026 : 1,2%	2026 : 0,9%

Les données conjoncturelles ailleurs en Europe affichent un essor plus rapide qu'en France. D'après les indicateurs avancés, l'Hexagone est à la traîne en ce qui concerne le rebond des valeurs du PMI industriel de juin. Les signes d'un impact des droits de douane américains plus faible que redouté encore début avril, semblent avoir été plus ténus en France qu'en comparaison internationale. Le PMI du tertiaire recule en juin, trahissant l'incertitude qui agite le pays depuis la dissolution de l'Assemblée nationale il y a un an, et qui demeure élevée. Le secteur de la construction et le tourisme constituent deux exceptions. Le nombre de permis de construire accordés en avril (rénovations et nouvelles constructions dans le résidentiel) affiche une hausse de 40% par rapport à avril 2024. La normalisation de la politique monétaire semble ainsi progressivement se traduire dans l'économie réelle. Les chiffres à haute fréquence de juin des annonces publiées sur Indeed, corrigés des variations saisonnières, témoignent d'une forte hausse des postes à pourvoir. Dans le tourisme, le boom du nombre de visiteurs étrangers déjà évoqué se poursuit. En avril, le nombre de nuitées d'hôtes venus d'autres pays a atteint sa valeur la plus élevée depuis 2011. Encore plus récents, les chiffres de mai du trafic des grands aéroports parisiens, qui connaissent un pic jamais vu depuis mai 2000.

### Inflation

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

Parmi les grands pays de l'UEM, la France affiche de loin le plus faible taux d'inflation en mai, à 0,7%. Seules deux des douze catégories du panier-type de l'indice des prix à la consommation affichent un renchérissement annuel supérieur à 2%, dont celle de l'alcool et du tabac. La politique monétaire de la BCE semble trop restrictive pour Paris en ce moment, ce qui pourrait en partie expliquer la faible dynamique économique.

## Italie

### Le chômage va toujours plus bas

En Italie, un fait historique s'est produit en avril : le taux de chômage a atteint 5,9%, son plus bas niveau depuis avril 2007, qui marquait le point le plus bas lors des années d'essor suivant l'arrivée de l'euro. Tous les signaux pour que cette success story se poursuive sont au vert. Structurellement, en Italie aussi, le vieillissement de la société cause une pénurie visible de main-d'œuvre, alors que le moteur de l'économie tourne toujours très bien. Tandis que l'économie exportatrice, hormis le tourisme, connaît de forts vents contraires, celle domestique reste dans le cercle vertueux de chômage faible, de consommation élevée, de baisse des coûts d'emprunt et de fonds NextGenerationEU florissants. L'inflation oscille aussi sous les 2%, avec une composition favorable : elle est principalement imputable aux services, tandis que les prix de l'énergie et des biens ont baissé depuis janvier. Cela reflète la solide hausse des salaires, comprise entre 1,9% et 4,5% (en valeur nominale) selon l'indicateur considéré.

## Espagne

### L'état d'urgence

Lors du sommet de l'Otan, le Premier ministre Pedro Sánchez a obtenu une règle spéciale permettant à l'Espagne de se soustraire à l'objectif des dépenses de défense de 5% du PIB. Le chef de l'exécutif espagnol ne s'est engagé qu'à hauteur de 2,1%, faisant de l'Espagne la lanterne rouge européenne des dépenses militaires. Pedro Sánchez est aux prises avec diverses difficultés de politique intérieure. Une hausse du budget en faveur de l'armée n'est pas populaire. De plus, le gouvernement de coalition précaire n'est toujours pas parvenu à faire voter un budget pour cette année. L'état se resserre dans les enquêtes sur les accusations de corruption au sein du PSOE, le parti au pouvoir. Des voix se font entendre pour appeler à un scrutin anticipé. Pedro Sánchez, qui n'est pas directement visé par les enquêtes, insiste pour rester en poste jusqu'en 2027. L'incertitude politique élevée ne s'est pas traduite dans l'activité économique jusqu'ici. Toutefois, si elle persiste, elle pourrait avoir des effets négatifs sur le moral des ménages et des entreprises.

## Suisse

### Grand 8 pour les exportations

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,1%	2025 : 1,0%
2026 : 1,8%	2026 : 1,4%

Le 2<sup>e</sup> trimestre restera dans les mémoires comme marqué par des séismes géopolitiques. La politique douanière du gouvernement Trump explique le repli temporaire du moral des ménages suisses. Mais dès le mois de mai, l'indice capté par le SECO se redressait de manière sensible. Il n'est pour l'heure pas possible d'estimer les conséquences économiques des attaques réciproques et continues entre Israël et l'Iran. Étonnamment, le secteur privé est très résistant face à ce regain d'incertitude. L'économie exportatrice – en particulier l'industrie pharmaceutique – a été en mesure d'accélérer nettement la production et la livraison de ses produits au 1<sup>er</sup> trimestre. Les chiffres des exportations font donc le grand huit, après avoir nettement baissé jusqu'à fin mai. L'effet de ces fluctuations est selon nous si puissant que le PIB devrait stagner au 2<sup>e</sup> trimestre. Dans l'hypothèse d'une absence d'escalade du conflit commercial, les solides relais intérieurs comme la consommation des ménages et l'activité de construction devraient ouvrir la voie à une accélération conjoncturelle. Notre prévision pour 2026 se démarque donc actuellement nettement de celle du consensus. La consommation privée devrait notamment contribuer fortement à la croissance du PIB, comme en 2015, lorsque le choc du franc a, du jour au lendemain, considérablement renforcé le pouvoir d'achat des ménages.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,1%	2025 : 0,3%
2026 : 0,5%	2026 : 0,6%

Nous prévoyons toujours une brève phase de déflation du fait des prix à l'importation en repli. Mais l'escalade au Proche-Orient alimente une forte hausse des prix publics des produits du pétrole : à la fin de la semaine 25, le mazout à Zurich coûtait 16% de plus qu'avant l'attaque israélienne. Même si personne ne pense au chauffage en ce moment, un prix du brut durablement plus élevé pourrait être déterminant dans les signes avant-coureurs du taux d'inflation en Suisse pour les mois à venir.

## Royaume-Uni Ralentissement côté emploi

### Croissance du PIB

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

Le PIB mensuel cède 0,3% en avril, en raison du repli des services et de la production industrielle. Des effets spécifiques ont été à l'œuvre en avril. D'une part, la hausse du droit de timbre sur les cotisations aux assurances sociales, et de l'autre, l'introduction des taxes douanières américaines. Les chiffres traduisent une inversion de la demande américaine anticipée en produits britanniques intervenue en mars. La production automobile a p. ex. chuté de 9,6% en avril par rapport au mois précédent, après avoir progressé dans la même proportion en mars. Sous cet angle, les chiffres du PIB pour avril ne sont pas trop inquiétants. Toutefois, le marché du travail donne de premiers signes de ralentissement. La hausse des salaires a nettement freiné en avril, comme celle des postes à pourvoir. Le taux de chômage a pour sa part légèrement augmenté, à 4,6%. Les chiffres confirment la tendance de fléchissement de la croissance de l'emploi, visible dans d'autres indicateurs, comme les composantes de l'emploi des PMI. Le PMI global des secteurs de l'industrie et des services pour juin confirme une fois de plus cette dynamique et affiche un repli des composantes correspondantes. Un recul particulièrement dû au tertiaire, probablement la conséquence de l'augmentation des cotisations aux assurances sociales.

### Inflation

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

En mai, l'inflation a légèrement reflué, à 3,4%, en raison du repli des prix des services en particulier. Une erreur de calcul des taxes sur les véhicules à moteur en avril commise par l'Office for National Statistics a influencé l'inflation globale à hauteur d'environ 0,1 point de pourcentage. Certes, la Banque d'Angleterre n'a pas bougé ses taux en juin, mais a cité un marché du travail plus faible et s'en est tenue, dans sa communication, à sa trajectoire d'assouplissement graduel.

## Chine Solidité malgré le conflit

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 4,5%	2025 : 4,3%
2026 : 3,9%	2026 : 4,0%

L'économie chinoise fait face à plusieurs défis. Le conflit commercial avec Donald Trump bien sûr, mais aussi la pression déflationniste, la crise immobilière ayant sapé le moral des ménages. Mais la Chine résiste : jusqu'ici, elle évite l'effondrement des exportations, car elle a réussi à diversifier ses partenaires commerciaux. En mai, la Chine a signé une croissance de ses exportations de 4,8% par rapport à l'an dernier, ce malgré la chute de plus de 30% des flux vers les Etats-Unis à la suite des taxes de 145% appliquées jusqu'à la mi-mai. Depuis lors, les droits de douane ont été réduits à environ 40%, ce qui devrait un peu amortir la forte baisse des exportations vers les Etats-Unis dans les prochains mois. En parallèle, le secteur chinois de la haute technologie se mue en un nouveau relais de croissance. Aujourd'hui, la Chine n'est pas seulement leader sur le marché des véhicules électriques, des panneaux solaires et des batteries. Elle détient également plus de 50% des parts du marché mondial de secteurs comme la production chimique, la construction navale, la robotique industrielle, les drones ou encore les biotechnologies. Face à cette position de force, Washington aura du mal à obtenir des concessions de la part de Pékin sans devoir proposer des contreparties. Les négociations en cours pendant la trêve douanière qui expirera mi-août devraient donc être serrées.

### Inflation

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

En mai, l'inflation globale chinoise s'inscrit en territoire négatif pour le quatrième mois de rang (-0,1%). Certes, l'inflation sous-jacente – excluant le renchérissement de composants volatils comme les prix de l'alimentation et de l'énergie – a légèrement augmenté. Mais elle reste très faible, à 0,6%. Nous estimons que la pression déflationniste va perdurer ces prochains mois, car la demande ne suit pas le rythme des volumes de production.

## 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.

3<sup>e</sup> trimestre 2025

### A retenir

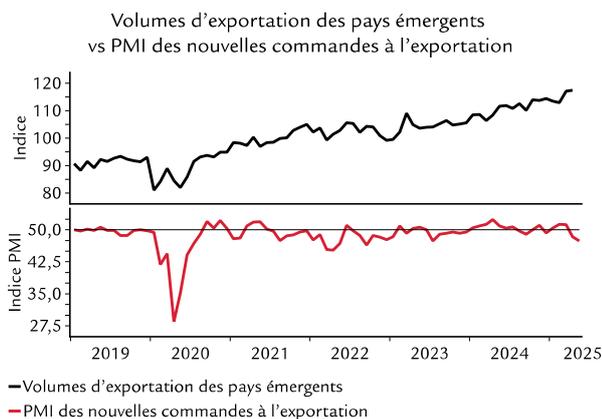
- Malgré l'incertitude politico-économique, les pays émergents se montrent résistants
- Chine : de vastes débouchés pour l'exportation et le secteur technologique en croissance portent l'économie
- Les tensions géopolitiques restent le principal facteur de risque de l'évolution conjoncturelle

### En un chiffre

41

Sur les 90 jours de trêve douanière entre Pékin et Washington, il en reste 41. Les négociations devraient se tendre, car sans contrepartie, la Chine ne sera guère encline aux concessions. En outre, les mesures de politique industrielle chinoises – notamment les subventions publiques – offrent aux Etats-Unis des pistes pour introduire de nouveaux droits de douane selon la section 301 visant les pratiques commerciales déloyales. Toutefois, point positif : l'établissement de canaux de communication stables a jusqu'ici empêché une escalade des tensions. De nouveaux droits de douane prohibitifs semblent donc peu probables.

### En un graphique



Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 04/2025

Jusqu'ici cette année, les secteurs exportateurs des pays émergents s'avèrent remarquablement résistants et enregistrent même une solide croissance au 2<sup>e</sup> trimestre 2025. Cela s'explique par des effets d'anticipation en prévision de possibles hausses de droits de douane le 9 juillet, date d'expiration de la suspension de 90 jours des taxes globales. En parallèle, les données des enquêtes brossent un tout autre portrait : le PMI des commandes à l'exportation est inférieur aux 50 points et pointe vers un ralentissement. Au 2<sup>e</sup> semestre, nous prévoyons un tarissement des livraisons anticipées et un repli des exportations.

## De la résilience dans un contexte difficile

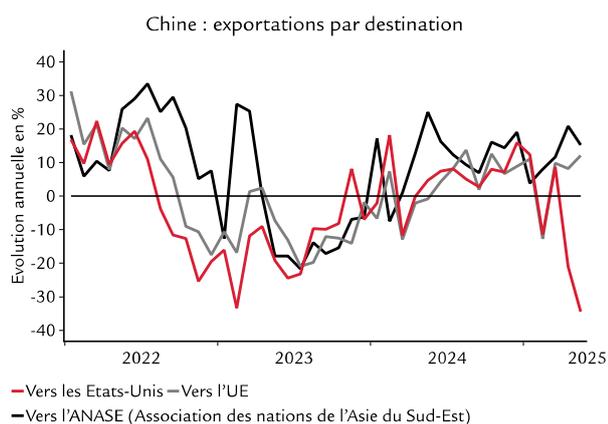
Les pays émergents sont confrontés à un environnement économique riche en défis. Les taxes douanières pèsent sur les exportations – comme l’indiquent déjà les données des enquêtes (voir En un graphique) – et compliquent les décisions d’investissement dans un climat d’incertitude persistante. La dynamique conjoncturelle devrait donc ralentir au 2<sup>e</sup> semestre, sans qu’un repli marqué ne soit prévu. Nous attendons bien davantage un essoufflement progressif, car plusieurs facteurs viennent renforcer la capacité de résistance des pays émergents. *Primo*, les exportations chinoises ne devraient céder que peu de terrain malgré les droits de douane américains élevés. En mai, la Chine a enregistré une hausse de ses exportations de 4,8% par rapport à l’an dernier. Et ce, malgré l’effondrement de plus de 30% des flux vers les Etats-Unis à la suite des taxes de 145% appliquées jusqu’à la mi-mai. Cette résilience est, d’une part, l’expression d’une vaste diversification des partenaires commerciaux et, de l’autre, un effet de la réorientation des biens via des pays tiers afin de contourner les taxes américaines. Cette évolution demeure stabilisatrice, mais pourrait être sous pression si Donald Trump imposait des droits de douane aux pays tiers – asiatiques avant tout – pour contenir l’afflux indirect de biens chinois. *Secundo*, l’Inde s’impose toujours comme l’économie à la plus forte croissance au monde. A 7,4% au 1<sup>er</sup> trimestre, la progression est impressionnante, malgré un environnement réglementaire strict entravant le développement industriel. Si l’Inde exploitait les opportunités, p. ex. par le déplacement mondial hors de Chine des chaînes logistiques et sites de production, un secteur secondaire renforcé pourrait porter davantage la croissance. *Tertio*, une part

significative des pays émergents n’est que peu concernée par les droits de douane américains. Hormis le Mexique, la plupart des pays d’Amérique latine importent davantage des États-Unis qu’ils n’y exportent et sont donc moins exposés à d’éventuelles barrières commerciales. En parallèle, la région profite des efforts de la Chine visant à prendre ses distances avec les États-Unis en matière de relations commerciales pour aller vers d’autres horizons : certains pays d’Amérique latine pourraient ainsi exporter davantage de matières premières vers Pékin et profiter de cette réorientation. *Quarto*, les devises des pays émergents se montrent remarquablement stables, notamment face au billet vert. Une situation qui profite à la capacité d’endettement des pays dont la dette est en dollars américains. En outre, la vigueur des monnaies associée à la faible demande mondiale et aux flux de biens chinois moins chers contribue à une faible inflation. Cela a pour effet de renforcer le pouvoir d’achat des ménages et donne aux banques centrales de la latitude pour baisser les taux et ainsi soutenir la conjoncture intérieure. Mais un risque demeure : une forte hausse des prix de l’énergie, p. ex. dans le sillage d’une escalade au Proche-Orient (voir p. 3), pourrait à nouveau attiser l’inflation.

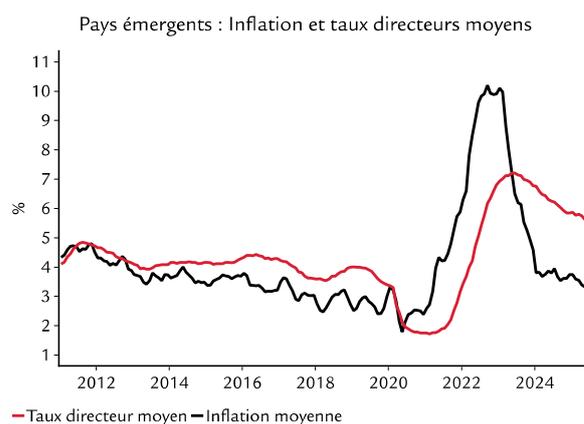
## Chine : l’innovation, nouveau relais de croissance

Pékin fait face à plusieurs défis. Le conflit commercial avec les États-Unis bien sûr, mais aussi la pression déflationniste, la crise immobilière ayant sapé le moral des ménages. La Chine reste toutefois résistante et peut éviter un effondrement des exportations, car elle a diversifié ses partenaires commerciaux. En parallèle, elle recherche activement de nouveaux relais de croissance,

Graphique 1 : Chine : chute des exportations vers les Etats-Unis vs forte hausse vers le reste du monde



Graphique 2 : Des taux d’inflation modérés rendent possibles des baisses de taux directeurs

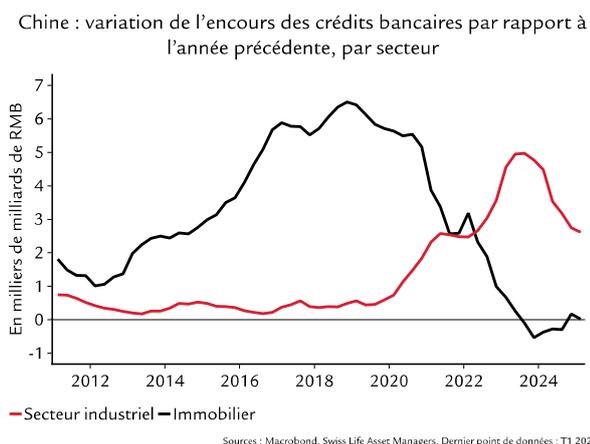


car le secteur immobilier ne pourra plus assurer ce rôle. Par conséquent, les banques ont réorienté leur octroi de crédits depuis l'immobilier vers des projets industriels. Résultat : la dynamique de l'industrie de haute technologie a considérablement accéléré. Aujourd'hui, la Chine n'est pas seulement leader sur le marché des véhicules électriques, des panneaux solaires et des batteries. Elle détient également plus de 50% des parts du marché mondial de secteurs comme la production chimique, la construction navale, la robotique industrielle, les drones, les biotechnologies, etc. Plusieurs facteurs confirment la capacité de la Chine à tenir un rôle de leader technologique. Le principal est le capital humain : chaque année, plus de 3,5 millions de personnes achèvent leurs études d'un cursus MINT (mathématiques, informatique, sciences et technologie). Autre avantage clé, la position mondiale unique de la Chine assortie de chaînes logistiques entièrement intégrées. C'est un facteur décisif pour le développement rapide de prototypes et l'adaptation flexible des produits. De plus, le gouvernement a défini l'innovation technologique comme priorité stratégique numéro un. Le soutien public aux secteurs des hautes technologies est à l'avenant, et donc généreux. L'écosystème numérique, avec une population friande de technologie, instaure les conditions idéales pour une dynamique d'innovation. Cette puissance d'innovation chinoise a des répercussions globales : le monde profite de technologies de pointe à des prix en baisse. Mais cela implique aussi une pression concurrentielle accrue et une interdépendance économique plus forte avec un État autoritaire. D'où une diversification logistique plus large et des contre-mesures industrielles dans d'autres pays.

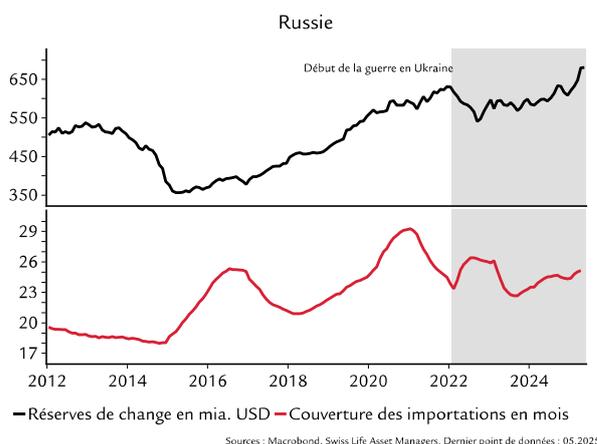
## Les tensions géopolitiques comme principale source de risques

L'environnement géopolitique reste imprévisible et demeure le plus important risque macroéconomique. Le cours de la guerre commerciale menée par Donald Trump n'est pas le seul facteur d'incertitude. Deux conflits armés pèsent également sur la conjoncture mondiale. La guerre en Ukraine semble toujours dans l'impasse, notamment car ni les États-Unis ni l'UE n'exercent pas suffisamment de pression sur Vladimir Poutine. En conséquence, l'économie russe est étonnamment résistante, ce qui permet au Kremlin de poursuivre la guerre (voir graphique 4). Ce nouvel environnement de risques au cœur de l'Europe contraint de nombreux pays à relever nettement leurs dépenses de défense. Même si ces investissements sont nécessaires d'un point de vue de la politique de sécurité, ils grèvent les finances publiques et ne livrent guère de gains de productivité à long terme. Le second conflit armé est celui opposant Israël à l'Iran. Les inquiétudes quant aux possibles perturbations de l'approvisionnement en pétrole dans cette région riche en matières premières ont déjà entraîné une prime de risque sur les prix de l'énergie. Dans le pire des scénarios, l'Iran pourrait voir son existence menacée et réagir en frappant des infrastructures pétrolières des pays du Golfe. Téhéran pourrait aussi bloquer le détroit d'Ormuz, où transitent près de 25% des tankers de la planète. En pareil cas – que nous jugeons peu probable – le prix du baril pourrait s'envoler au-dessus des 100 dollars, avec une pression inflationniste à l'avenant à l'échelle mondiale.

Graphique 3 : Les banques chinoises réorientent les crédits de l'immobilier vers l'industrie



Graphique 4 : La hausse des réserves de change de la Russie permet au Kremlin de poursuivre la guerre



## 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.

Juillet 2025

## Taux d'intérêt et obligations

Écarts serrés malgré des risques élevés

### Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Juin 2025*	Year-to-date*	Actuel	Juin 2025*	Year-to-date*
US	4,2%	-16 pb	-33 pb	86 pb	-2 pb	6 pb
Zone euro	2,6%	7 pb	20 pb	94 pb	-6 pb	-8 pb
UK	4,5%	-17 pb	-9 pb	101 pb	-9 pb	5 pb
CH	0,4%	14 pb	11 pb	73 pb	-4 pb	4 pb

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

### Etats-Unis

- Resserrement des écarts de crédit US en juin, le risque restant prisé et le marché continuant sa reprise après le choc du 2 avril. Repli des rendements sur toute la courbe.
- La Fed devrait baisser son taux trois fois au S2, pour approcher 3,50% fin 2025.

### Zone euro

- Resserrement des écarts en EUR (hors CCC), grâce aux facteurs techniques. Le rendement de la dette souveraine à 2 ans a crû plus que pour celle à 10 ans.
- Comme prévu, baisse de 25 pb du taux de la BCE en juin. Nous ne prévoyons qu'une seule autre réduction en 2025, contre deux auparavant. Stabilisation attendue du cycle de baisse à 1,75%.

### Royaume-Uni

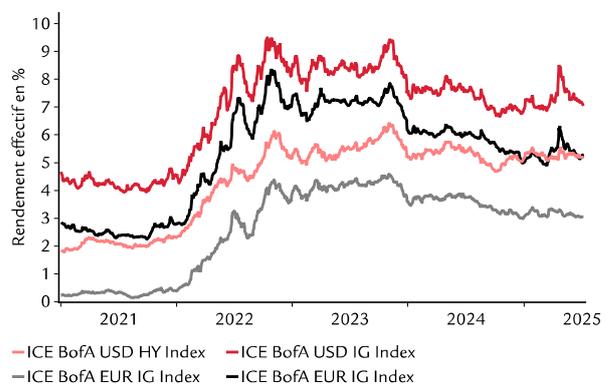
- Après le creusement d'avril, resserrement des écarts Investment Grade (IG) et hausse des rendements.
- Vu les prévisions de hausse de l'inflation et du chômage en 2025 par rapport à 2024, la Banque d'Angleterre devrait réduire par trois fois son taux directeur en 2025, et ce dès août.

### Suisse

- Stabilité des écarts IG en juin, mais hausse des rendements sur toute la courbe. Toutefois, la pente entre les échéances à 2 et 10 ans reste stable.
- La BNS a réduit son taux directeur de 25 pb en juin. Avec la faible inflation et pour éviter une nouvelle appréciation du CHF, nous prévoyons une autre baisse de 25 pb en septembre.

### Des écarts serrés, mais le rendement global reste honnête

Rendement global effectif sur les marchés du crédit en USD et EUR



Nouveau resserrement des écarts de crédit en juin : actualité douanière moins sombre, probabilité de récession américaine stable (quoiqu'élevée), rendements globaux intéressants et donc demande satisfaisante l'expliquent. Résultat, les écarts de crédit ajustés des options évoluent dans des percentiles historiquement faibles, surtout pour le crédit USD, qui garde une valorisation élevée. Mais comme le montre le graphique ci-dessus, les rendements globaux (en monnaie locale) des classes d'actifs du crédit sont d'environ 300 pb supérieurs à ceux de mi-2021, avant la phase de hausses de taux. De plus, le rendement global actuel est aussi supérieur à la moyenne des dix dernières années. Côté percentiles (sur la base de données remontant à mars 1999), les rendements globaux High Yield (HY) et Investment Grade (IG) en EUR évoluent dans une fourchette honnête de 35%-40%, et 60% pour l'IG en USD. Le risque de creusement des écarts reste élevé, en cause : incertitude autour de la politique commerciale américaine, montée des risques pour les perspectives macroéconomiques et (géo)politiques, ainsi que valorisations élevées. Grâce à une qualité de crédit supérieure, l'IG devrait afficher résilience fondamentale et moindre volatilité des écarts que les crédits HY. Nous prévoyons donc toujours un creusement en HY et sommes neutres pour l'IG en EUR et en USD en juillet. Concernant la durée le mois prochain, les taux devraient baisser aux Etats-Unis, dans l'UEM et en Suisse.

## Actions

Des marchés insensibles aux guerres

### Aperçu de la performance des marchés des actions

	Juin 2025*	Year-to-date*
Etats-Unis	4,0%	5,0%
Zone euro	-1,8%	11,6%
Royaume-Uni	-0,5%	8,7%
Suisse	-2,6%	4,8%
Marchés émergents	6,3%	15,6%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

\* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Légère progression du marché en juin après un mois de mai exceptionnel. Frappes en Iran et hausse des prix du pétrole ont à peine égratigné la performance.
- Ce marché surperforme clairement les européens, mais sa sous-performance depuis janvier dépasse toujours 8%.
- Avec la vive reprise, le marché américain est redevenu plutôt cher. Seules les petites capitalisations évoluent dans la plage de valorisation normale.

### Zone euro

- Sous-performance des actions de l'UEM en juin, Allemagne et France cédant notamment du terrain et entraînant le marché avec elles.
- Côté styles, valeur et momentum sont très performants cette année. Les petites capitalisations surperforment les grandes.
- La valorisation du marché européen croît et dépasse les moyennes historiques. Le taux de décote par rapport à l'américain reste toutefois très important.

### Royaume-Uni

- Le marché britannique surperforme l'euroéen mais sous-performe l'américain en juin.
- Il profite toujours d'une faible valorisation.

### Suisse

- Ce marché sous-performe encore en juin. Sur les deux derniers mois, il sous-performe l'américain de plus de 8%.
- Comme dans l'UEM, les petites capitalisations surperforment les grandes. L'écart s'est creusé en juin.
- La valorisation reste dans une plage acceptable, mais supérieure à d'autres marchés hors US.

### Marchés émergents (ME)

- Surperformance des ME, Corée et Brésil en tête.
- Les valorisations restent justes et bien inférieures à celles des grands marchés.

### Mise à jour semestrielle

En janvier, notre perspective annuelle tablait sur un rendement total des actions mondiales de 5% à 10%. L'indice le plus vaste, MSCI All Country World, progresse jusqu'ici de 5,5% en devise locale, au-dessus de la limite inférieure de cette cible. Les six premiers mois de l'année ont été riches en événements marquants : sortie de DeepSeek, taxes douanières du « Liberation Day » et, dernièrement, la guerre entre Israël et l'Iran. Considérant ce contexte, la forte valorisation de départ et la solide performance des deux dernières années, nous jugeons ce résultat satisfaisant. La grande différence cette année est la surperformance des marchés actions européens et émergents sur l'américain.

Événement	Temps jusqu'au creux*	Temps de reprise*	Vente massive (%)	Rendement du marché actions depuis le creux (%)			
				1M	3M	6M	12M
Crise des missiles cubains	7	9	-6.6	15.0	22.7	30.0	36.5
Guerre du Viêt Nam (1964)	15	36	-3.2	1.7	4.8	7.3	29.3
Guerre des Six Jours	20	40	-6.5	3.3	6.5	7.7	13.0
Embargo pétrolier arabe	27	1475	-17.1	7.3	5.6	-2.0	-28.2
Première Guerre du Golfe	50	87	-15.9	6.2	6.7	27.8	29.1
9/11	6	15	-11.6	11.1	18.5	19.4	-12.5
Guerre en Irak (2003)	7	16	-5.3	8.0	15.8	20.0	32.8
Russie/Ukraine 2014	6	13	-2.0	-0.6	5.2	7.8	11.5
Russie/Ukraine 2022	20	16	-9.1	7.6	-1.3	-3.9	-4.3
Guerre Israël/Hamas	13	8	-5.9	10.5	18.8	23.9	42.4
<b>Médiane</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>-6.6</b>	<b>7.5</b>	<b>6.6</b>	<b>13.6</b>	<b>21.1</b>

\* en jours de bourse. Source : Deutsche Bank, Swiss Life Asset Managers

Quelles perspectives pour le second semestre ? Historiquement, les guerres ont rarement eu un effet durablement négatif sur les actions et, généralement, les rendements subséquents sont positifs. Selon nous, cet épisode ne fera pas exception. Possibles baisses de taux directeurs, actualité douanière moins sombre, croissance des bénéfices correcte et révisions de résultats ne trahissant pas de problème majeur sont favorables. La valorisation des actions non américaines croît, mais reste dans la plage de juste valeur. Valorisations américaines élevées, nouvelle guerre Israël/Iran et flou quant aux taxes douanières et à la politique américaine pèsent. A très court terme, il existe un risque de correction, l'expiration de la pause douanière approchant. Mais d'ici fin 2025, les actions mondiales ont encore du potentiel. Nous maintenons donc notre prévision d'un rendement total de 5% à 10% de ces titres. En cas d'extension du conflit au Moyen-Orient doublé d'une perturbation de l'approvisionnement d'or noir, nous l'abaisserons. Actuellement, les styles de placement tels que volatilité minimale, dividendes élevés ou protection sont très prometteurs.

## Devises

Pas de demi-mesure pour l'USD

### Aperçu des principales devises

	Jun 2025*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	3,1%	13,0%	↗
EUR/CHF	0,3%	-0,4%	→
GBP/USD	2,0%	9,7%	↗
USD/JPY	0,3%	-8,1%	↘

\* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- La faiblesse de l'USD s'est poursuivie en juin, le billet vert cédant du terrain à toutes les grandes devises, hormis au JPY.
- Il reste la soupape de la défiance envers les Etats-Unis. La fin de la pause douanière de 90 jours le 9 juillet va remettre l'incertitude commerciale au premier plan, relevant potentiellement la volatilité. L'USD devrait donc rester faible ces trois prochains mois.

### Zone euro

- L'EUR retrouve la forme en juin, la paire EUR/USD progressant et dépassant 1,17.
- Pour la Fed, nous prévoyons une baisse de plus que le marché, mais nous partageons son avis pour la BCE. Cela étaye notre prévision d'une paire EUR/USD plus élevée ce prochain trimestre.

### Royaume-Uni

- La GBP s'apprécie face à l'USD en juin, mais cède face à l'EUR. Comme prévu, la Banque d'Angleterre a mis son cycle de baisse en pause, les pressions inflationnistes restant plus élevées qu'en zone euro.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/GBP, mais prévoyons une hausse de la GBP face à l'USD au T3.

### Suisse

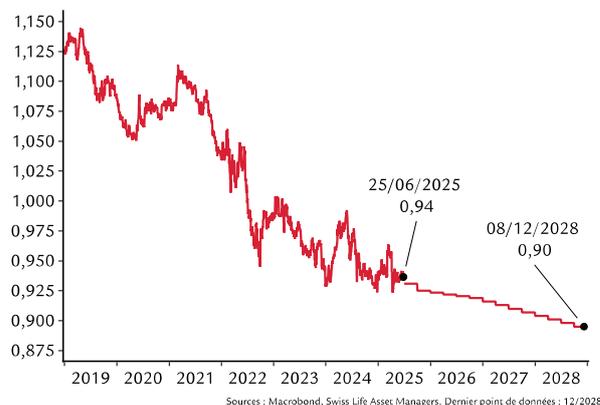
- Un CHF quasi inchangé face à l'EUR en juin, alors que la paire USD/CHF a fait une incursion sous 0,80.
- Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF malgré les taux négatifs attendus côté BNS en septembre.

### Japon

- Suite de la faible performance du JPY en juin, en recul de 1,6% pondéré des échanges.
- Prévoyant un USD plus faible, nous sommes négatifs sur la paire USD/JPY ces trois prochains mois.

### Un regard sur demain : l'appréciation du CHF va continuer

EUR/CHF : notre scénario de référence pour le moyen terme



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12/2028

Le CHF préserve ses attributs de valeur refuge. Il s'apprécie encore face à l'USD en juin, la paire USD/CHF glissant sous 0,80 pour la première fois. Si la BNS devrait maintenir sa position proactive pour limiter la rapide appréciation du CHF et intervenir sur le marché des changes si nécessaire, le CHF va encore progresser ces trois prochaines années. Dans notre processus de planification annuelle à moyen terme, nous établissons les scénarios les plus probables pour cette période. Un postulat essentiel pour le marché des changes est le rôle majeur joué par la parité de pouvoir d'achat (PPA) dans la trajectoire des taux de change. Le principe de la PPA est que le coût d'un panier de biens est censé être plus ou moins équivalent dans chaque pays si l'on convertit les prix dans une même devise. Le taux de change qui permet cette égalité s'appelle la « juste valeur ». Nous prévoyons une persistance du différentiel structurel entre l'inflation faible en Suisse et plus élevée dans l'UEM. Ainsi, la juste valeur de la paire EUR/CHF devrait baisser d'environ 1% par an. Partant, notre trajectoire prévue pour la paire EUR/CHF (voir graphique) et l'appréciation attendue du CHF face aux autres devises devrait produire un franc suisse pondéré des échanges stable. Nous pensons que la faiblesse de l'USD va durer encore un an au moins. Pour la paire EUR/USD, nous prévoyons un pic à 1,25 mi-2026, car les différentiels de rendement réel à court terme devraient devenir négatifs, avant que la paire tende à redescendre à 1,19 à la fin 2028.

## Allocation d'actifs

USD faible, rebond des marchés américains

### Synthèse

- Suite du rebond des marchés actions en juin, brièvement interrompu par les frappes en Iran. Les marchés émergents mènent la danse, suivis de l'américain, alors que l'Europe piétine.
- Rendements des obligations d'Etat stables en juin, même si les américains ont reculé, la prévision de baisses de taux ayant été relevée. Hausse des rendements suisses après des annonces étonnamment restrictives de la BNS lors de sa réunion de juin.
- Resserrement des écarts début juin, puis stabilité.
- L'USD fléchit encore, à l'exception d'un sursaut lors de l'embrasement en Iran.

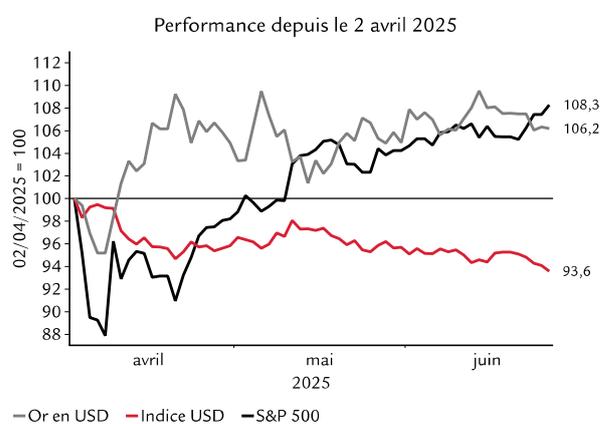
### Allocation d'actifs : avis actuels

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

- Notre allocation d'actifs reste inchangée, fondamentaux et indicateurs de marché ayant peu bougé depuis mai.
- Si la reprise des marchés actions continue, les risques géopolitiques et politico-commerciaux tempèrent notre optimisme. Sur le front de la guerre douanière, l'échéance du 9 juillet approche et les tensions politiques américaines restent vives. Le calme actuel pourrait vite cesser.
- Les rendements américains devraient baisser, mais avec une forte volatilité. Ainsi, les T-Bonds devraient encore protéger un peu contre une forte correction, comme observé en juin. En revanche, le potentiel de rendements plus faibles en EUR est plus limité.
- Très serrés, les écarts de crédit offrent peu de valeur.
- L'USD reste faible, signe qu'un taux de couverture de change plus élevé est pour l'heure adapté, malgré la différence de taux importante face à l'EUR et surtout face au CHF.

### Où est le risque ?



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 26.06.2025

La quasi-impassibilité du marché face aux récents événements économiques et géopolitiques inquiétants ne cadre pas avec la situation mondiale. Certes, bond du cours de l'or, repli de l'USD et recul volatil des rendements américains traduisent partiellement la hausse de l'incertitude. Mais selon nous, écarts de crédit et valorisations des actions n'intègrent pas correctement la guerre commerciale en cours, l'instabilité géopolitique, et des questions plus structurelles comme les changements démographiques dans le monde développé. Ces dernières années, l'inquiétude quant aux valorisations élevées sur la plupart des marchés financiers a d'abord été apaisée par une politique monétaire mondiale très souple, puis par une croissance économique étonnamment solide, surtout aux Etats-Unis. Ces facteurs positifs sont désormais absents, ou bien plus faibles. Entretemps, la tendance mondiale à moins de libre-échange et des déficits publics toujours moins soutenables assombrissent le ciel économique. La plupart des marchés financiers semblent très optimistes du fait du progrès technologique attendu (p. ex. avancées de l'IA) et d'une politique monétaire plus souple qui finira par résoudre ces défis. Mais en jugeant rationnellement ces deux aspects, ces espoirs semblent excessifs à court terme. D'où notre conclusion : plus que jamais, gestion des risques et approche tactique de l'investissement doivent être les priorités. Cela implique une plus grande diversification qu'à l'accoutumée et, point crucial, une volonté d'action tactique en ajustant de manière dynamique l'exposition aux risques à court terme pour réagir aux évolutions pertinentes. Ainsi, notre allocation d'actifs légèrement défensive témoigne de la stratégie que nous jugeons opportune à l'heure actuelle.

## 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 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.