

Avril 2024

A retenir

- Etats-Unis : ralentissement du commerce de détail, éclaircie dans l'immobilier, marché du travail contrasté
- Europe : dynamique toujours faible, mais premiers signes d'espoir et baisse de taux surprise
- Chine : objectif de croissance de 5% irréaliste, mesures budgétaires annoncées toujours vagues

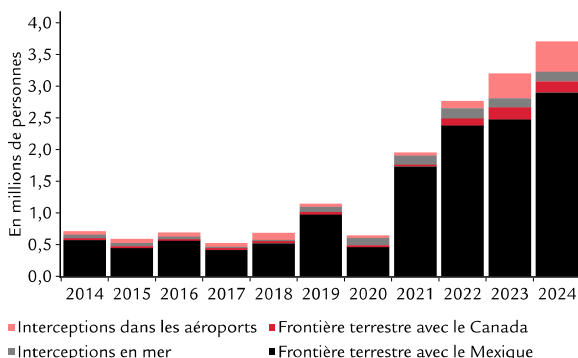
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 mars 2024

Graphique du mois

US Customs and Border Protection : interceptions de migrants à la frontière, chiffres extrapolés pour l'exercice 2024



Sous la présidence de Joe Biden, la pression migratoire en provenance d'Amérique latine notamment a fortement augmenté. En 2023, six fois plus de clandestins qu'en 2020 ont tenté de franchir la frontière. De nombreuses tentatives aboutissent, et le Congressional Budget Office (CBO), un service indépendant, estime que l'immigration illégale s'est élevée à 2,4 millions de personnes rien qu'en 2023, soit bien plus qu'avant la pandémie. Ce bond a probablement contribué à la solide croissance économique, inattendue, en 2023. L'immigration sera également un thème majeur de la campagne présidentielle, et pourrait coûter des voix au camp démocrate.

Etats-Unis

Marché du travail : quo vadis ?

Croissance du PIB

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

Au 1^{er} trimestre, la consommation des ménages américains a pesé sur la dynamique, comme prévu. Les ventes au détail ont été timides en janvier et février, et le PMI des services a enregistré un repli en mars. Nous estimons qu'il s'agit là d'une normalisation de la croissance de la consommation, depuis un niveau qui n'était pas tenable. En revanche, la détente côté conditions de financement a un impact positif sur le secteur immobilier. D'après l'enquête NAHB, le moral s'est nettement amélioré et le marché des transactions pour les maisons individuelles a repris de la vitesse depuis le début de l'année. Jusqu'ici, tout est clair. Mais les chiffres du marché du travail envoient des signaux contradictoires. La croissance de l'emploi, basée sur une enquête auprès des entreprises (« establishment survey »), a largement dépassé les attentes en janvier et février, et les demandes d'indemnisation chômage n'ont absolument rien d'alarmant. Sur la même période, l'enquête auprès des ménages (« household survey ») affiche quant à elle un repli de l'emploi et un taux de chômage en hausse. Généralement, nous sommes plus attentifs à la première enquête, car l'échantillon est plus important, mais cela explique difficilement la divergence record actuelle. La forte immigration illégale est une explication possible (voir graphique du mois) : elle se reflète dans la croissance de l'emploi, mais certaines voix indiquent qu'elle n'est pas suffisamment traduite dans la « household survey ».

Inflation

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

Après le choc d'inflation en janvier, les chiffres de février n'ont pas permis de lever l'alerte. L'inflation globale américaine est passée de 3,1% à 3,2%, portée par des prix de l'énergie élevés. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) a reculé moins que prévu, de 3,9% à 3,8%. Une fois de plus, les coûts de location ont augmenté, en contradiction avec la pression qui reflue sur les prix des loyers nouveaux et existants.

Zone euro

En craignant novembre

Croissance du PIB

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

La zone euro est aux prises non seulement avec une faible croissance cyclique, persistant au 1^{er} trimestre 2024, mais aussi avec des difficultés structurelles, notamment la perte constante de compétitivité internationale. En parallèle, l'évolution de la guerre en Ukraine alimente les inquiétudes et souligne le besoin de hausse des dépenses de défense à l'échelle de l'UE. Un second mandat de Donald Trump aggraverait la problématique du commerce comme celle de la défense, même s'il est peu probable que les menaces du candidat républicain (droits de douane de 10% sur toutes les importations de biens et retrait de l'OTAN) soient pleinement mises à exécution. La zone euro pâtirait bien davantage que les Etats-Unis d'un conflit commercial à grande échelle. Les exportations vers les Etats-Unis représentent environ 3,4% du PIB de l'UEM, les exportations des Etats-Unis vers la zone euro environ 1,4% du PIB américain. Il n'est pas sûr que cette fois-ci, formuler une intention non contraignante d'acheter davantage de produits américains apaiserait Donald Trump. Pareille « promesse » serait d'ailleurs contradictoire avec l'objectif annoncé de la nouvelle stratégie de défense de l'UE, qui vise d'ici 2035 une part de 60% des achats d'équipement intra-européens. Aujourd'hui, 63% proviennent des Etats-Unis. Le financement reste un autre point faible de la stratégie, en particulier dans une période où la consolidation fiscale au plan national est à nouveau à l'ordre du jour.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,3%
2025 : 2,0%	2025 : 2,0%

Un second mandat de Donald Trump serait négatif pour la croissance européenne. L'effet sur l'inflation est en revanche incertain. La multiplication des barrières au commerce et la hausse des dépenses publiques pour la défense l'augmenteraient au moins temporairement ; une demande globalement plus faible aurait l'effet inverse. L'inflation devrait toutefois reculer jusqu'à l'élection, après avoir légèrement surpris à la hausse en février (2,6%).

Allemagne

Faible activité en janvier

Croissance du PIB

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

En 2022, les exportations vers les Etats-Unis ont représenté 4% du PIB allemand. Sur le Vieux Continent, cette part n'est supérieure qu'en Irlande (11,8%), en Suisse (8,0%) et en Belgique (6,4%). L'Allemagne est donc bien plus exposée au risque d'un protectionnisme accru de Washington que les trois autres plus grandes économies de l'UE (Italie : 3,3%, France : 1,8%, Espagne : 1,4%). De plus, Donald Trump voit d'un mauvais œil les importations automobiles et de nouvelles entraves au commerce dans ce secteur seraient particulièrement douloureuses pour l'Allemagne. Sans compter que l'économie allemande est déjà à la traîne de ses semblables. En janvier, la production industrielle n'a pas pu compenser la totalité de la chute de décembre, et reste inférieure de 10,7% au niveau pré-covid (zone euro : -2,5%). Les ventes au détail poursuivent leur repli et sont ainsi inférieures de 1,2% au niveau de janvier 2020 (zone euro : +1,4%). L'indice des directeurs d'achat de l'industrie reste particulièrement faible en Allemagne. Le nouveau repli en mars est certes largement dû à la normalisation des délais de livraison, mais l'indice d'emploi a également reculé tandis que ceux de la production et des nouvelles commandes ne se sont améliorés qu'à la marge. L'amélioration du moral dont fait état l'enquête ifo, tous secteurs confondus, représente une lueur d'espoir, même si les niveaux de départ sont globalement faibles.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,2%	2024 : 2,5%
2025 : 1,9%	2025 : 2,1%

En février, l'inflation globale est passée de 2,9% à 2,5%. L'inflation sous-jacente stagne à 3,4%, avec une vive hausse des prix des services et une augmentation étonnamment forte de ceux des produits de base. En janvier, la croissance annuelle des salaires négociés est constante à 2,4%, après avoir ralenti sans cesse depuis juillet 2023 et un niveau de 3,5%. Nous estimons qu'il faudra attendre 2025 pour voir l'inflation sous-jacente passer sous 2%.

France

Un défi (pas uniquement) sportif

Croissance du PIB

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

Tous les camps trouveront des informations intéressantes dans les dernières enquêtes menées auprès des entreprises. Les pessimistes argueront du repli des PMI dans l'industrie et dans les services au mois de mars. A l'exception de janvier 2023, le PMI du secondaire signe son dix-neuvième mois de suite sous le seuil de croissance de 50 points. Dans le tertiaire, le séjour en territoire de contraction s'élève à dix mois d'affilée. Pour les tenants de l'optimisme pour le reste de l'année, les données des enquêtes de l'INSEE auprès des entreprises, en forte hausse en mars, ont de quoi réjouir. D'après l'institut statistique hexagonal, les carnets de commandes de l'industrie manufacturière se remplissent depuis janvier. L'indicateur correspondant se trouve actuellement à son plus haut niveau depuis décembre 2022. Cela pourrait être un indice de la fin prochaine et effective de la crise du pouvoir d'achat. La conjugaison de salaires réels en hausse pour la première fois depuis 2021 et l'attente d'une baisse des coûts de financement nous donnent espoir en un rebond de la demande de la consommation et de l'investissement en cours d'année. Un facteur complique la prévision quantitative de la croissance du PIB en 2024 : il n'est pour l'heure pas possible d'estimer les effets nets de l'organisation des Jeux olympiques d'été sur la richesse nationale.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,5%
2025 : 1,7%	2025 : 1,9%

L'olympiade estivale complique également la prévision d'inflation. Cet été, les prestataires de services devraient faire jouer à plein leur pouvoir de fixation des prix face à des touristes férus de sport. La tendance générale de l'inflation reste orientée à la baisse, notamment dans le prêt-à-porter, la communication et les appareils ménagers. Nous prévoyons une baisse du taux d'inflation sous les 2% d'ici le 4^e trimestre 2024.

Italie

Recul de la prime de risque

Les données économiques italiennes restent réjouissantes. Le PMI de mars n'était pas disponible à la clôture de la rédaction. Cependant, l'évolution jusqu'à février inclus pointe vers une accélération de la dynamique dans le secteur des services, tandis que celui de l'industrie ralentit comme dans le reste de l'Europe. Notre modèle simplifié, qui régresse le PMI sur la croissance économique, prévoit une croissance de 0,2% au 1^{er} trimestre 2024 par rapport au trimestre précédent. L'Italie pourrait ainsi maintenir l'élan du deuxième semestre 2023 et faire derechef mieux que l'Allemagne. Les obligations d'Etat italiennes ont également été plus performantes. Tandis que les rendements des Bunds allemands à 10 ans ont gagné 0,3 points de pourcentage depuis début 2024, ceux des emprunts d'Etat italiens ont légèrement reculé. «Lo spread», la prime de risque sur les emprunts souverains italiens par rapport aux allemands, affiche sa plus faible valeur en deux ans – une « marque de confiance » des marchés financiers qui pourrait profiter à la croissance italienne en 2024 à travers des conditions de financement plus souples.

Espagne

Un marché du travail solide

En février, le PMI de l'industrie espagnole a franchi la barre des 50 points pour la première fois depuis mars 2023, les indices de production, des nouvelles commandes et de l'emploi s'améliorant. Ce dernier a atteint sa valeur la plus élevée depuis mai 2023. Le marché du travail se montre globalement solide. En janvier, le taux de chômage continue de reculer, à 11,6%, contre 13,0% il y a un an. La plus forte baisse est constatée chez les femmes de 15 à 24 ans, avec un taux de 27,7%. Chez les hommes de la même classe d'âge, le taux est en hausse et atteint 29,4%. A partir de 25 ans, tout change : le taux de chômage est de 8,5% pour les hommes, nettement inférieur à celui des femmes, inscrit à 12,1%. En février, le nombre de salariés a connu sa plus forte hausse depuis avril 2023, et la peur du chômage recule d'après les enquêtes auprès des ménages. Les personnes âgées de 30 à 49 ans sont les plus inquiètes. Par rapport à 2023, la croissance des salaires affichait une hausse de 2,6% en février. Toutefois, les salaires réels sont en légère baisse, considérant l'inflation à 2,8%.

Suisse

Baisse du taux et de l'inflation ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,1%
2025 : 0,9%	2025 : 1,6%

L'indice de l'activité économique hebdomadaire du SECO et d'autres indicateurs régionaux à haute fréquence ont traîné leur peine tout au long du 1^{er} trimestre. Cela vient confirmer notre constat des dernières semaines d'une dynamique économique au ralenti. Le 21 mars, la Banque nationale suisse (BNS) a décidé d'entrer en jeu en abaissant son taux directeur, à la surprise quasi générale des analystes. La BNS a justifié la baisse des taux d'intérêt non seulement par la stabilisation de l'inflation, mais aussi par la volonté de soutenir l'évolution économique par la baisse des taux. Nous prévoyons toujours une accélération de la dynamique conjoncturelle en cours d'année. Pour que notre hypothèse se concrétise, il faudrait que les valeurs des PMI de tous les secteurs dépassent les 50 points au 2^e trimestre. De même, nous nous attendrions à une amélioration du climat de consommation, qui est depuis peu sondé mensuellement par le SECO. La première hausse des salaires réels en Europe depuis 2021 et la politique monétaire porteuse sont des signes avant-coureurs d'une telle évolution.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,4%
2025 : 0,9%	2025 : 1,1%

Selon la théorie, la baisse de taux de la BNS aura pour conséquence une dépréciation du franc suisse, relevant ainsi la probabilité de hausse des prix à l'importation à court terme. Mais en raison d'une particularité suisse et de façon contre-intuitive, cette baisse a eu un effet modérateur sur l'évolution de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC). En effet, la probabilité d'une nouvelle hausse du taux d'intérêt hypothécaire de référence diminue. Ce dernier est déterminant pour fixer les loyers existants. Sans hausse de ce taux, la progression des loyers dans l'IPC en 2025 sera moins forte que prévu.

Royaume-Uni

Baisses d'impôts au menu

Croissance du PIB

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

En mars, bien plus que les données économiques, les politiques budgétaire et monétaire ont cristallisé l'attention. Jeremy Hunt, Chancelier de l'Echiquier, a présenté le « budget de printemps », dont la mesure phare est la baisse des cotisations à l'assurance sociale (*National Insurance*) de 2 points de pourcentage. De plus, le gel de la taxe sur les carburants et les combustibles est prolongé. Le coût de ces mesures sera d'environ 0,5% du PIB. A l'inverse, les règles fiscales pour les étrangers (fortunés pour la plupart) déclarant que leur résidence principale se trouve hors du royaume devraient être durcies. Les autres « contre-financements », comme des hypothèses de hausse de la productivité, sont discutables. Le budget pourrait donc livrer un stimulus fiscal global positif à la marge. Toutefois, ce budget répond à une logique électorale : Les élections législatives se tiendront au plus tard le 28 janvier 2025, et les Tories sont donnés perdants par les sondages. Le budget crée ainsi un fait accompli, aux mesures populaires auprès d'une partie de l'électorat du Labour. La politique monétaire est encore plus importante pour les perspectives économiques. Les interventions du gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE) ainsi que la répartition des votes lors de la décision sur les taux en mars ont fait s'avancer les prévisions du marché. Ce dernier considère désormais le 20 juin comme date possible pour une première baisse.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 3,0%	2024 : 2,5%
2025 : 2,4%	2025 : 2,2%

Les chiffres d'inflation de février ont aussi suscité l'espoir d'une baisse de taux de la BoE plus tôt que prévu. L'inflation, globale comme sous-jacente, a reculé plus fortement que prévu par les marchés, passant respectivement de 4,0% à 3,4% et de 5,1% à 4,5%. Les derniers chiffres du marché du travail sont faibles, alimentant un nouveau repli de la croissance des salaires.

Chine

Un objectif trop ambitieux

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,5%	2024 : 4,7%
2025 : 4,4%	2025 : 4,4%

Pour 2024, Pékin a annoncé un objectif de croissance « d'environ 5% », inchangé par rapport à 2023. Il nous semble démesurément ambitieux, car il nécessiterait un sérieux plan de relance pour être atteint. L'objectif de déficit budgétaire, dépenses pour les « emprunts d'Etat spéciaux » incluses, n'a toutefois été relevé qu'à la marge (de 3,5% à 4,1% du PIB) par rapport à l'an dernier. Les mesures de soutien au secteur immobilier, actuellement le principal casse-tête pour l'économie chinoise, restent également vagues. Pékin a certes affiché sa volonté de le soutenir grâce à des programmes publics de logements abordables et de rénovations urbaines, ce qui pourrait entraîner une hausse des investissements immobiliers. Toutefois, les contours de cette annonce sont flous et des chiffres concrets font défaut. Nous estimons donc que Pékin va adopter une approche prudente quant à ces investissements. Considérant les annonces budgétaires timides et le flou régnant sur les mesures concernant le secteur immobilier, nous nous abstenons de revoir notre prévision de croissance actuelle de 4,5%. L'objectif annoncé ne serait donc pas atteint, un événement rare, mais qui s'est déjà produit.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,8%	2024 : 0,8%
2025 : 1,9%	2025 : 1,6%

L'inflation chinoise a augmenté pour atteindre 0,7% en février, dépassant nos prévisions. Elle est liée à la période du Nouvel An lunaire, source de prix plus élevés des denrées alimentaires et des déplacements. Une demande contenue et des capacités excédentaires devraient induire une inflation modérée pour le reste de 2024.

Economic Research



Marc Brüttsch
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

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 Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité 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, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 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 St, 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 par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Avril 2024

Taux d'intérêt et obligations

Début du cycle d'assouplissement

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Taux des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Mars 2024*	Year-to-date*	Actuel	Mars 2024*	Year-to-date*
US	4.2%	-6 pb	31 pb	90 pb	-6 pb	-9 pb
Zone euro	2.3%	-12 pb	27 pb	114 pb	-7 pb	-24 pb
UK	3.9%	-19 pb	40 pb	118 pb	-7 pb	-21 pb
CH	0.6%	-13 pb	-3 pb	79 pb	2 pb	-3 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne. * Variation au 27 mars.
Source : Bloomberg

Etats-Unis

- La courbe des taux 10 ans-2 ans reste inversée à -35 pb en mars. Les écarts de crédit se sont resserrés, malgré des volumes d'émission relativement élevés.
- Fidèle à son annonce de trois baisses en 2024, la Fed a laissé ses taux inchangés, et ce alors qu'elle a relevé ses prévisions de croissance et d'inflation - cette dernière devrait rester supérieure à 2%.

Zone euro

- La courbe allemande des taux 10 ans-2 ans accentue son inversion, à -52 pb, prolongeant sa trajectoire sur plus de 500 jours.
- La BCE n'a pas touché aux taux directeurs, en laissant entrevoir une baisse en juin. Le marché en attend trois autres jusqu'à la fin 2024.

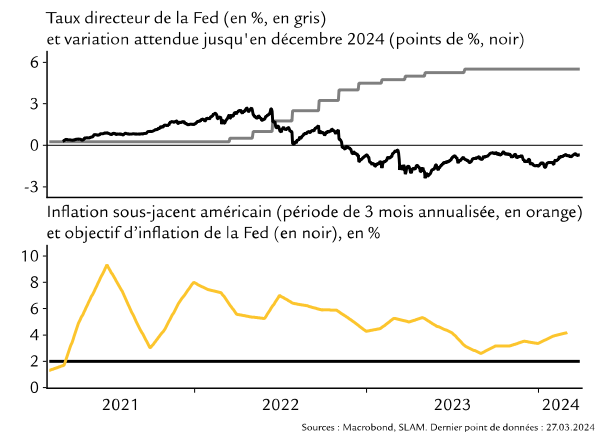
Royaume-Uni

- Une première baisse de taux de la Banque d'Angleterre est attendue en juin, vu le repli de l'inflation et la communication rassurante. L'incertitude reste cependant grande. L'inflation se situe à 3,4% et les indices des directeurs d'achat dans la zone d'expansion indiquent une dynamique qui s'améliore.

Suisse

- La courbe des taux suisses 10 ans-2 ans reste inversée, à -20 pb.
- La BNS a surpris en abaissant ses taux, partant de l'hypothèse que la faible pression inflationniste se maintiendra, entraînant une dépréciation du CHF face aux grandes devises.

Le marché prévoit des baisses de taux malgré l'inflation



L'« inflation transitoire » fut le principal argument avancé par les grandes banques centrales pour justifier le début tardif du cycle de hausse, malgré l'inflation la plus rapide observée depuis des décennies. Deux ans plus tard, elles semblent excessivement enclines à baisser les taux, même si l'objectif d'inflation de 2% n'est pas atteint. Actuellement et sur une base de trois mois annualisée, l'inflation sous-jacente s'inscrit à 4,2%, en hausse depuis l'été 2023 sans jamais atteindre 2%. Avec un chômage aux Etats-Unis à un niveau historiquement bas, les salaires en hausse à un rythme constant de 5% et une croissance du PIB attendue au-delà de son potentiel, même les prévisions de la Fed écartent la réalisation de l'objectif à moyen terme. Néanmoins, le marché anticipe trois baisses de taux cette année. Les actions et titres spéculatifs comme les cryptomonnaies ont bondi, et le recul des taux à long terme a nettement assoupli les conditions de financement. Mais si l'inflation persiste, les taux à long terme pourraient avoir des ennuis. Pour l'heure, la disposition des banques centrales à assouplir le cadre financier profite aux actifs risqués, mais nous recommandons la prudence face aux valorisations actuellement élevées. Notre position sur les obligations d'Etat est à durée longue, mais une position qui mise sur une courbe des taux plus raide a tout à fait du potentiel, vu la montée du risque à l'extrémité longue si la pression inflationniste persiste.

Actions

Marchés solides en mars

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Mars 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	3,0%	10,2%
Zone euro	4,4%	10,2%
Royaume-Uni	4,3%	3,8%
Suisse	3,3%	5,4%
Marchés émergents	1,8%	1,7%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 27 mars. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Une fois encore, les Magnificent 7 ont alimenté la performance positive en mars (+17,8% depuis janvier).
- Le ton rassurant de la Fed lors de sa dernière réunion a conforté la prévision du marché de trois à quatre baisses cette année.
- La valorisation du marché américain reste largement supérieure aux moyennes historiques, et à ses homologues. Les indicateurs techniques sont tendus, mais pas au point d'inversion.

Zone euro

- Zéro : c'est la croissance des bénéfices cette année. Cela signifie que la hausse du marché depuis janvier est uniquement le fait des valorisations plus élevées.
- La valorisation du marché européen est désormais plus ou moins neutre.

Royaume-Uni

- Bien que surperformant ses semblables développés en mars, le marché britannique reste peu performant.
- Sa valorisation la plus faible et son rendement du dividende le plus élevé (3,9%) parmi les économies avancées lui profitent toujours.

Suisse

- Mesuré en CHF, le marché suisse a nettement sous-performé ses homologues de l'UEM et des Etats-Unis, le CHF cédant du terrain à l'EUR et à l'USD.
- C'est le marché le plus cher derrière l'américain.

Marchés émergents

- La performance relativement faible des actions dans les pays émergents est générale.
- Le marché indien signe un gain de seulement 4,9% depuis janvier en monnaie locale, alors que le marché chinois baisse de 1,8% mesuré en HKD.

Que se passe-t-il au Japon ?

Voilà quelques semaines, le marché nippon des actions a battu un record vieux de 34 ans ! En 2023 et jusqu'ici en 2024, il surperforme tous les grands marchés mesurés en devise locale. D'où la question : s'agit-il d'un simple rallye de court terme, ou des mutations structurelles sont-elles à l'œuvre, avec le potentiel d'améliorer la performance à moyen et long terme ?

Actions : rendements totaux et rentabilité

	En devise locale			En CHF			RCP
	2023	Year-to-date*	10 ans	2023	Year-to-date*	10 ans	
JP	29%	20%	168%	9%	19%	83%	9%
US	26%	10%	210%	15%	18%	212%	18%
Zone euro	19%	9%	91%	12%	15%	50%	11%
CH	5%	5%	65%	5%	5%	65%	23%

RCP = Rendement des capitaux propres. * Variation au 27 mars.

Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Plusieurs facteurs récents expliquent cette superbe performance. Primo, la faiblesse du yen a doublé profité aux exportateurs nippons : leurs produits sont devenus plus compétitifs et les ventes mondiales exprimées en yen ont gagné en valeur. Secundo, les taux faibles et négatifs persistants ont conféré un avantage relatif à l'archipel. A l'inverse de ses semblables, la Banque du Japon n'a pas augmenté les taux jusqu'à sa dernière réunion en mars. Tertio, l'opérateur de la bourse de Tokyo a déployé plusieurs réformes structurelles visant à améliorer la gouvernance d'entreprise et à privilégier la rentabilité. Il est intéressant de noter que près de 50% des actions japonaises s'échangent en deçà de leur valeur comptable. Quarto, quelques signes indiquent que la Chine découvre le Japon comme un terrain d'investissements spéculatifs. A court terme, la dynamique du marché nippon pourrait se maintenir. Les valorisations évoluent à leur juste valeur, le yen reste faible et les effets positifs des réformes structurelles sur la rentabilité des entreprises japonaises pourraient durer. Mais des risques se profilent à long terme. Le yen est nettement sous-évalué et pourrait s'apprécier à un moment donné. Le rendement des capitaux propres, une mesure de la rentabilité, reste bien inférieur à celui d'autres marchés. De plus, la concurrence chinoise s'intensifie, et les difficultés structurelles de long terme de l'archipel – démographie défavorable, immigration insuffisante et faible potentiel de croissance – persistent. Le Japon doit faire plus pour y répondre.

Devises

Une dépréciation du franc suisse seulement passagère

Aperçu des principales devises

	Mars 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	0,2%	-1,9%	↘
EUR/CHF	2,4%	5,4%	↘
GBP/USD	0,1%	-0,7%	↘
USD/JPY	0,9%	7,3%	↗

* Variation au 27 mars. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Un mois de mars très calme pour l'USD : prévisions de politique monétaire stables, et un USD pondéré des échanges qui finit le mois quasiment inchangé.
- Les marchés financiers sont convaincus d'une première baisse de taux en juin, et avril devrait voir cette prévision s'ancrer fermement. D'autres facteurs comme le carry de l'USD, la perspective d'un second mandat de Donald Trump ou un contexte moins propice au risque pourraient relancer l'appréciation du billet vert.

Zone euro

- Un nouveau mois solide pour l'EUR en mars, la BCE restant attentiste.
- Nous estimons toujours que les marchés sous-estiment le potentiel de baisses de taux pour 2024 : la dynamique économique reste timorée et les progrès côté inflation devraient durer. Nous retenons donc une position négative sur l'EUR face à l'USD et au CHF.

Royaume-Uni

- La perspective de baisses de taux de la Banque d'Angleterre plus tôt que prévu n'a pas ému la livre, mais nous en attendons une baisse en avril, notamment face à l'USD.

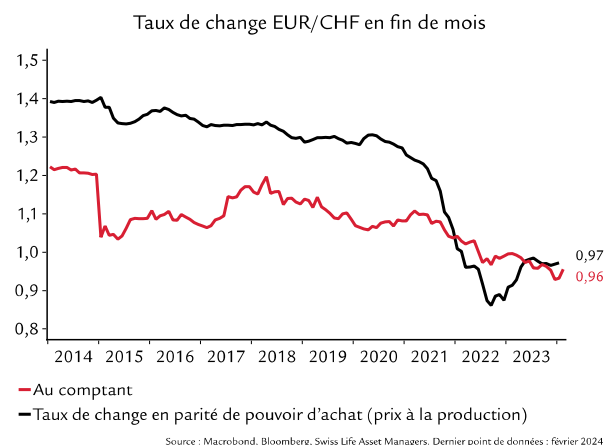
Suisse

- Le CHF compte parmi les mauvais élèves en mars, mais nous prévenons de toute extrapolation de cette faiblesse (voir texte ci-contre).

Japon

- Malgré la première hausse de taux directeur, le JPY est resté faible en mars.
- Les marchés ne prévoient pas de cycle de hausse à proprement parler, mais simplement une sortie de la politique monétaire ultra-expansionniste. Le JPY devrait continuer de pâtir de son net désavantage de carry.

La paire EUR/CHF à sa juste valeur (pour certains)



Le principal événement sur le marché des changes en mars est venu de la baisse de taux directeur de la BNS. Elle a surpris les acteurs du marché et entraîné un nouvel épisode de dépréciation du CHF. Pondérés des échanges et parmi les grandes devises, seuls la lire turque (-7,7% année en cours) et le JPY (-5,7%) ont fait moins bien que le CHF (-5,3%) depuis le début de l'année. Curieusement, la BNS n'a pas justifié sa décision par la seule baisse de l'inflation. Dans son communiqué de presse, elle invoque aussi « l'appréciation du franc en termes réels enregistrée l'année écoulée ». Un argument quelque peu surprenant, une partie de l'appréciation du taux de change réel du CHF ayant été effacée par la dépréciation de février et mars 2024. S'il est vrai que des voix parmi les exportateurs suisses s'alarment du taux de change, le CHF n'est pas surévalué selon certains modèles. A l'aune des prix à la production, Bloomberg estime que le CHF est à sa juste valeur face à l'EUR (voir graphique). La réduction du delta d'inflation et l'appréciation du CHF en 2023 n'ont pas causé de surévaluation, mais simplement corrigé sa sous-évaluation passagère. Ce modèle suggère également que le CHF reste sous-évalué par rapport à l'USD. Dans tous les cas, nous déconseillons d'extrapoler la faiblesse actuelle de la devise helvète. Si la BNS a agi tôt, nous ne pensons pas qu'elle procède à plus de baisses que prévu. Nous estimons qu'un taux de 1,25%, taux final de ce cycle d'assouplissement, sera atteint en fin d'année. La BNS devrait également tolérer une certaine appréciation du CHF après la récente vente massive.

Allocation d'actifs

Net rallye des actions après un départ timide

Synthèse

- Après un début de mois timoré, les marchés des actions ont gagné en dynamisme en seconde quinzaine. Toutefois, ils ont connu un regain de volatilité dans le sillage de la réunion de la Fed, mais ont fini le mois sur une note solide. Un bon mois pour les marchés du crédit également, quoique plus modeste. Les emprunts d'Etat ont quant à eux livré des rendements tout juste positifs.
- Le ton plutôt rassurant de la Fed, suggérant un potentiel infléchissement de sa politique monétaire ces prochains mois malgré la robustesse des données économiques, n'a que peu ému le marché.
- La BNS a créé la surprise avec une baisse anticipée de son taux directeur. Le moment choisi s'explique sûrement par des réunions moins fréquentes de son conseil et par sa volonté de limiter le risque qu'une baisse des taux américains et de l'UEM alimente une forte appréciation du franc suisse. La baisse a profité au marché obligataire en CHF, qui signe une bonne performance. Le marché des actions s'est montré plus réservé, même si le rendement a été relativement solide en mars. Cependant, du fait de la forte dépréciation de la devise helvète après la baisse de taux, le marché s'est avéré l'un des plus faibles une fois les rendements convertis en francs suisses.

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	neutre
Actions mondiales	neutre

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

- Les solides rendements des actions, où prédominent toujours un petit groupe de secteurs et sociétés, poussent les marchés un peu plus loin de leurs fondamentaux, les rendant encore plus chers. La dynamique demeure très forte, malgré quelques signes de faiblesse.
- Si les rendements obligataires ont légèrement reculé, leur niveau est attractif, alors que les écarts de crédit, surtout en USD, sont historiquement bas.
- Nous demeurons (nerveusement) neutres sur les actions et sous-pondérons les obligations d'entreprise au profit de la dette souveraine.

Pourquoi cette sous-pondération du crédit ?

En un mot, les emprunts d'entreprise ne sont pas intéressants. Nous pensons que les actions sont surévaluées, alors pourquoi sous-pondérer uniquement le crédit ? La principale raison est que les emprunts ont un potentiel d'appréciation restreint, à l'inverse des actions. Si les investisseurs décident d'ignorer totalement les risques et que les taux d'intérêt restent constants, le gain d'une obligation d'entreprise serait limité par l'ampleur de la baisse du supplément de rendement (spread) versé pour indemniser l'investisseur du risque de défaut.

Ces spreads – ou écarts – sont à un niveau historiquement bas. Le potentiel d'appréciation de ces titres est donc faible, même si le marché reste d'humeur positive, voire gagne en optimisme. A l'inverse, en théorie, les actions peuvent s'apprécier indéfiniment. Ceci dit, leurs cours dévièrent de plus en plus de leur valeur fondamentale, s'exposant davantage à la correction. Le tableau ci-dessous décrit les probables réactions des obligations d'entreprise et des marchés des actions selon différents scénarios de sentiment du marché.

Scénario de sentiment du marché	Obligations d'entreprise	Marchés des actions
Très positif	Léger potentiel de hausse	Fort potentiel de hausse
Neutre	Rendement stable	Rendement légèrement positif, volatilité
Très négatif	Fort potentiel de baisse	Fort potentiel négatif

Source : Swiss Life Asset Managers

Si nos hypothèses se révèlent incorrectes et que l'optimisme des marchés financiers est justifié, le coût en termes de rendement de la sous-pondération des actions sera nettement supérieur à celui de la même position sur la dette d'entreprise. A l'inverse, si nous avons vu juste et que le marché finit par s'ajuster, sous-pondérer les obligations protégera moins le portefeuille que faire de même pour les actions. Toutefois, même en pareil scénario, nous pourrions réduire la part des actions, quoiqu'avec un certain décalage. Les risques sont donc asymétriques et penchent en faveur des actions, malgré le contexte fondamental défavorable. Mais ne nous faisons pas d'illusions : si les marchés financiers venaient à connaître une forte correction, la stratégie actuelle fournirait dans un premier temps une protection limitée contre la baisse.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@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.

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



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité 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, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 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 St, 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 par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Deuxième trimestre 2024

A retenir

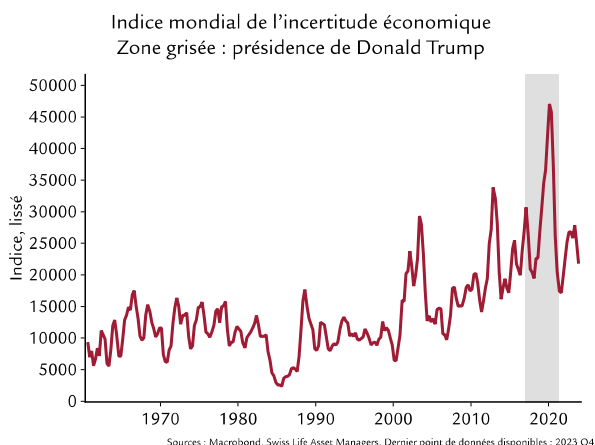
- Baisse de l'inflation et taux plus faibles ont porté le bon début d'année des marchés émergents
- Les mesures conjoncturelles chinoises semblent insuffisantes au regard de l'objectif de croissance ambitieux
- Un nouveau mandat de Donald Trump augmenterait l'incertitude économique

En un chiffre

60

En 2024, des élections se tiendront dans plus de 60 pays. En Russie, Vladimir Poutine s'est déjà assuré un nouveau sexennat – sans grande surprise, étant donné qu'il n'avait aucun concurrent sérieux. Parmi les élections significatives à venir figurent les législatives indiennes. Les sondages annoncent une victoire du BJP, parti du Premier ministre Narendra Modi. Les électeurs sud-coréens et sud-africains seront également appelés aux urnes au 2^e trimestre.

En un graphique

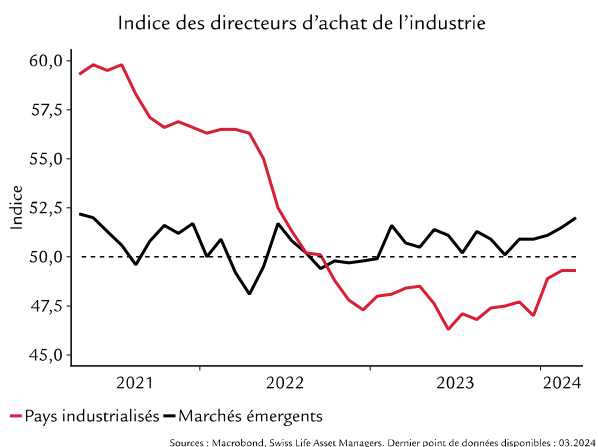


La possibilité que Donald Trump soit élu le 5 novembre et fasse son retour au pouvoir en janvier prochain suscite des interrogations sur les conséquences économiques mondiales. Lors de son premier mandat, sa politique extérieure était belliqueuse et imprévisible, plongeant l'économie dans une grande incertitude. Les pays émergents craignent surtout le retour de tensions commerciales avec la Chine, les effets de la guerre en Ukraine et l'influence de la Maison-Blanche sur le conflit à Gaza, sans oublier les annonces d'une politique migratoire très dure.

Début d'année en fanfare

Les marchés émergents ont entamé 2024 en surfant sur une dynamique économique solide. L'indice des directeurs d'achat dans l'industrie a surpris positivement, en janvier comme en février. L'indice global pour les marchés émergents s'inscrit nettement au-dessus des 50 points, le fameux seuil distinguant expansion et contraction (voir graphique 1). Plusieurs raisons expliquent le dynamisme de l'économie dans ces pays. Primo, les ménages ont accumulé un volume surprenant d'épargne excédentaire, qu'ils continuent de dépenser. Secundo, l'inflation plus faible profite au moral et au revenu disponible. Tertio, certaines banques centrales d'Amérique latine et d'Europe de l'Est ont commencé à baisser leurs taux directeurs, vivifiant les investissements. En d'autres termes, les chiffres de croissance du PIB au 1er trimestre, à paraître, pourraient livrer de bonnes surprises. Malgré l'activité économique soutenue, le processus de déflation est en marche. Tandis que l'inflation globale a légèrement augmenté çà et là en Asie du fait de prix alimentaires en hausse, les composantes sous-jacentes excluant l'énergie et l'alimentation, volatiles, suivent une trajectoire baissière. Les banques centrales jouissent donc d'une marge de manœuvre pour une nouvelle baisse de taux. Le cycle progresse vite, en particulier en Amérique latine : les gardiens de la monnaie au Brésil, au Chili, en Colombie, au Mexique et au Pérou ont déjà abaissé leurs taux directeurs en 2024. La plupart des pays asiatiques sont réticents à agir avant la Réserve fédérale américaine (Fed) en raison des risques de dévaluation des devises. Toutefois, dès que la Fed assouplira sa politique monétaire, ces économies lui emboîteront le pas.

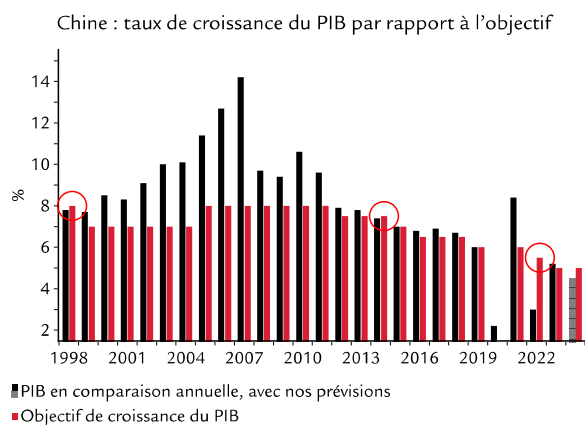
Graphique 1 : Le PMI des marchés émergents progresse à nouveau fortement



L'objectif chinois trop ambitieux

Pour 2024, Pékin a annoncé un objectif de croissance « d'environ 5% », inchangé par rapport à 2023. Il nous semble extrêmement ambitieux, car il sera difficile à atteindre, le point de départ étant bien plus élevé. En 2023, il était comparativement aisé de signer une croissance d'environ 5%, car la base était 2022, une année où les restrictions liées au covid entravaient encore considérablement l'économie. Nous sommes notamment sceptiques vu le côté autrement plus sérieux des mesures de relance nécessaires pour atteindre pareil objectif de croissance. Deux méthodes sont possibles pour assurer ce soutien. D'une part, les mesures de politique budgétaire : toutefois, l'objectif de déficit budgétaire, dépenses pour les « emprunts spéciaux » incluses, n'a été relevé qu'à la marge (de 3,5% à 4,1% du PIB) par rapport à l'an dernier. De l'autre, il faudrait un soutien important au secteur de l'immobilier, qui représente actuellement la principale difficulté pour l'économie chinoise. Cette année, l'exécutif ne vise certes plus à endiguer l'expansion immobilière incontrôlée, mais à ralentir l'effondrement du marché. C'est pourquoi des mesures de soutien ont été prises, avec la promotion de projets publics de logements abordables et de rénovations urbaines, susceptibles d'entraîner une hausse des investissements immobiliers. Toutefois, cette annonce reste vague et des chiffres concrets font défaut. Nous estimons donc que Pékin va adopter une approche prudente quant à ces investissements. Considérant les annonces budgétaires timides et le flou régnant sur les mesures concernant le secteur immobilier, nous nous abstenons de revoir notre prévision de croissance actuelle de 4,5%. Compte tenu de la dynamique économique timide en Chine, le pouvoir de fixation des prix

Graphique 2 : La Chine n'a pas toujours atteint son objectif de croissance par le passé



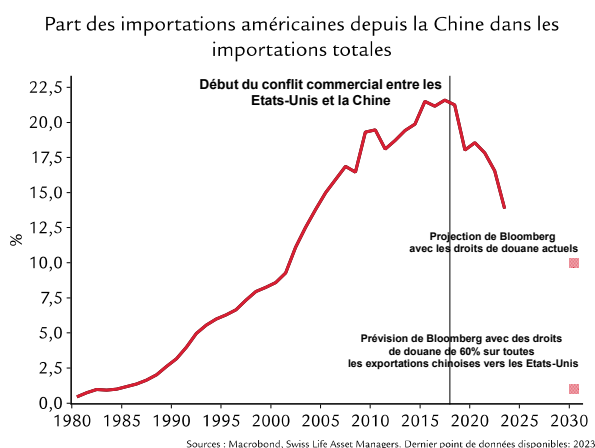
par les entreprises est limité. De plus, des capacités excédentaires se profilent dans certains secteurs, la demande ne pouvant pas suivre l'abondance de l'offre de marchandises. Résultat, les prix à la production et à l'exportation stagnent en territoire déflationniste. La Chine va donc continuer de contribuer au ralentissement mondial de l'inflation des prix des biens, ce qui se traduira positivement pour les grandes économies. En parallèle, les débats sur les pratiques commerciales pourraient s'enflammer, car la concurrence chinoise accrue sur les prix va déplaire aux acteurs occidentaux.

Trump vs la Chine, saison 2

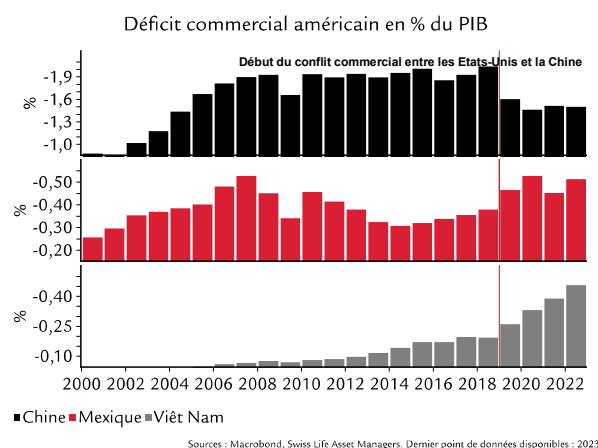
Si en novembre prochain, Donald Trump redevient locataire de la Maison-Blanche, l'incertitude politique autour de sa politique extérieure belliqueuse et imprévisible va considérablement augmenter. Son attitude vis-à-vis de Pékin serait notamment inquiétante, de même que les effets possibles sur l'économie chinoise et en général. Par rapport à la politique de Joe Biden, il y a trois différences fondamentales en la matière. Primo, Donald Trump dégainerait des hausses de tarifs douaniers. Sa menace d'appliquer 60% de taxes douanières sur tous les biens chinois a déjà fait grand bruit. Secundo, il édicterait des restrictions étendues sur les exportations, car de nombreuses marchandises seraient perçues comme une menace pour la sécurité nationale. Tertio, comme lors de son premier mandat, Donald Trump adopterait une approche belliqueuse et unilatérale, qui pourrait pénaliser les partenariats de longue date des Etats-Unis. Joe Biden, à l'inverse, mise sur la collaboration avec ses alliés et vise une coalition

contre la Chine. Quelle que soit l'issue du scrutin, Pékin peut s'attendre à des conséquences négatives. La menace de droits de douane en particulier déclencherait probablement une volatilité de marché considérable. Les taxes proposées, à hauteur de 60% sur tous les biens chinois, pourraient réduire quasi à néant les importations américaines depuis la Chine. Des secteurs aux faibles marges comme le textile ou l'électronique pourraient ne pas résister à une hausse aussi drastique. Bien qu'une escalade de cette ampleur nous semble improbable, l'administration Trump continuera d'utiliser cet instrument, non seulement contre Pékin, mais aussi contre d'autres pays. Certes, le déficit de la balance commerciale américaine par rapport à la Chine a reculé depuis 2018 et le début des tensions commerciales. Mais en parallèle, celui vis-à-vis d'autres pays comme le Mexique et le Viêt Nam bat des records. Ce report reflète aussi bien le remplacement des biens chinois par ceux d'autres pays que les efforts des entreprises chinoises de contourner les tarifs douaniers via des pays intermédiaires. Le commerce mondial devient enfin toujours plus complexe, et les Etats-Unis et la Chine resteront intrinsèquement liés malgré les barrières aux échanges.

Graphique 3 : Droits de douane à 60% – importations chinoises vers les Etats-Unis proches de zéro



Graphique 4 : Déficit commercial: baisse face à la Chine, hausse vis-à-vis du Mexique et du Viêt Nam



Economic Research



Marc Brüttsch
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



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 Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité 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, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 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 St, 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 par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.