

Avril 2022

## A retenir

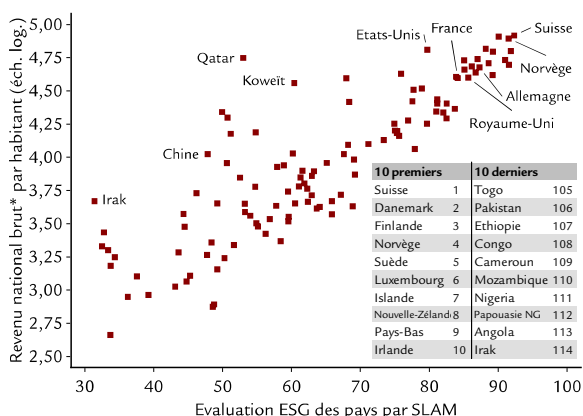
- La guerre en Ukraine et les sanctions affectent bien plus fortement la zone euro que les Etats-Unis
- Le mix croissance/inflation devrait se dégrader en 2022, avec la stagflation comme scénario de risque
- Regain partiel de tension sur l’approvisionnement, les confinements en Chine comme risque supplémentaire

## Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2022		Croissance du PIB 2023		Inflation 2022		Inflation 2023	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	3,3% ↓	3,3% ↓	2,3%	2,4% ↓	6,8% ↑	6,6% ↑	2,9% ↑	3,0% ↑
Zone euro	3,3% ↓	3,2% ↓	2,0% ↑	2,3% ↓	5,6% ↑	5,7% ↑	2,2% ↑	2,1% ↑
Allemagne	2,6% ↓	2,4% ↓	2,2% ↑	2,6% ↓	4,9% ↑	5,2% ↑	2,4% ↑	2,4% ↑
France	3,2% ↓	3,3% ↓	1,5%	1,7% ↓	3,7% ↑	3,9% ↑	2,1% ↑	1,9% ↑
Royaume-Uni	3,9% ↓	3,9% ↓	1,8% ↓	1,6% ↓	6,7% ↑	6,7% ↑	3,3% ↑	3,6% ↑
Suisse	2,5% ↓	2,7% ↓	1,4%	1,7% ↓	1,8% ↑	1,8% ↑	0,7% ↑	0,7% ↑
Japon	2,1% ↓	2,3% ↓	1,6%	1,8%	1,2% ↑	1,4% ↑	0,5% ↑	0,9% ↑
Chine	5,0%	5,0%	5,1%	5,2%	2,3% ↑	2,2%	2,0% ↓	2,3%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 14 mars 2022

## Graphique du mois



\* Revenu créé à l'étranger ou sur le territoire national à l'aide de ressources nationales  
Source : Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Notre dernière évaluation ESG interne en date pour 114 pays classe la Suisse à la première place, suivie par le Danemark. L'Irak et l'Angola sont les lanternes rouges. La valeur ESG est fortement corrélée avec les mesures économiques traditionnelles telles que le revenu national brut (RNB)\* par habitant. Mais il faut souligner que les principaux pays producteurs de pétrole, ainsi que la Chine, la Turquie et les Etats-Unis, affichent une valeur ESG basse relativement à leur RNB. Par rapport à d'autres pays développés, les Etats-Unis s'en sortent particulièrement mal dans le domaine social, notamment quant à la discrimination des minorités et à l'accès à l'éducation et aux soins.

## Etats-Unis

### Peu d'effet des sanctions

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,3%	2022 : 3,3%
2023 : 2,3%	2023 : 2,4%

La guerre en Ukraine creuse le fossé économique entre les Etats-Unis et l'Europe. Les sanctions touchent peu les Etats-Unis, car ils exportent très peu vers Moscou et ne dépendent pas de l'énergie russe. La production de pétrole américaine pourrait suffire à couvrir la demande intérieure, et le gaz naturel liquéfié leur permet d'être exportateurs net de cette ressource. En cela, la hausse des prix de l'énergie n'est donc pas un choc exogène pour l'économie américaine. Le secteur de l'énergie enregistre même des flux de trésorerie colossaux, la distribution des bénéfices primant pour l'heure sur les investissements. Néanmoins, ces derniers devraient progressivement augmenter et la production des industries en amont (activités de forage p. ex.) est en hausse. L'industrie dans son ensemble a également progressé, d'après le PMI de mars. Contrairement à l'Europe, les nouvelles demandes affluent et la production repart, et la situation côté chaîne d'approvisionnement se détend légèrement. Les ménages restent les victimes de l'inflation élevée et persistante. En base réelle, les ventes au détail stagnent, et la nouvelle hausse des taux hypothécaires devrait freiner l'immobilier en 2022. Nous avons légèrement abaissé notre prévision de croissance pour 2022, de 3,5% à 3,3%.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 6,8%	2022 : 6,6%
2023 : 2,9%	2023 : 3,0%

En février, l'inflation américaine a atteint 7,9%, et le pic cyclique devrait être pour mars, avec 8,7%. L'évolution future de l'inflation globale est conditionnée à celle des prix de l'énergie. Si la guerre ne déborde pas sur d'autres pays et qu'il n'y a pas d'embargo sur le pétrole et le gaz russes, les prix devraient se stabiliser et les taux d'inflation progressivement refluer en raison de l'effet de base. Mais l'inflation sous-jacente restera suffisamment élevée (env. 4% à 5% au 2<sup>e</sup> semestre 2022) pour que la Fed maintienne son resserrement.

## Zone euro

### Stagflation : le scénario de risque

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,3%	2022 : 3,2%
2023 : 2,0%	2023 : 2,3%

Afin d'évaluer les conséquences économiques de la guerre en Ukraine, nous travaillons sur trois scénarios alternatifs outre le « *worst case* », en supposant que le conflit reste contenu à cette zone géographique. Pour l'Europe, la question clé reste le maintien des livraisons de gaz russe ces neuf à douze prochains mois, ou leur arrêt par l'une des parties. A court terme, l'arrêt de l'approvisionnement représente un risque considérable pour la conjoncture. Une des conséquences en serait la nécessité d'un rationnement du gaz pour l'hiver prochain. Les salaires ne suivant pas l'évolution des prix, il faut s'attendre dans ce scénario à un recul de la demande côté consommateurs. Contrairement aux Etats-Unis, une éventuelle stagflation dans les pays de la zone euro n'aurait pas pour origine un durcissement excessif de la politique monétaire. Actuellement, nous jugeons la probabilité du scénario « arrêt complet » d'environ 25%. Un risque économique qui déclinera à mesure de la réduction de la dépendance au gaz russe.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 5,6%	2022 : 5,7%
2023 : 2,2%	2023 : 2,1%

Contrairement au début de la pandémie, la BCE est mise sous pression pour se décider à agir face au risque croissant d'inflation. En observant le marché des emprunts indexés sur l'inflation, on voit que les prévisions d'inflation à long terme ont, pour l'heure du moins, perdu en assise : alors qu'avant le début de la guerre, le point mort d'inflation moyen pour les dix prochaines années était encore inférieur à l'objectif de la BCE de « proche de, mais inférieur à 2% », il atteint aujourd'hui 2,7% pour l'Allemagne et la France.

## Allemagne

### Le moral encore en berne

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,6%	2022 : 2,4%
2023 : 2,2%	2023 : 2,6%

Le Charybde de la pandémie et des difficultés d'approvisionnement à peine vaincu, voilà que Scylla guette la conjoncture allemande. La consommation d'électricité indique un ralentissement de la production industrielle en mars. Les économistes sont unanimes : parmi les économies citées dans cette publication, l'Allemagne est la plus concernée par la guerre à l'est. L'abaissement des prévisions de croissance du PIB a également été net par rapport au mois précédent : pour 2022, celle du consensus est désormais d'une croissance réelle de 2,4%, contre 3,5% un mois plus tôt. Le pessimisme ambiant est également perceptible dans le moral des entreprises ou des consommateurs. Selon GfK, ce dernier est au plus bas depuis février 2021. Il convient toutefois de distinguer indicateurs de moral de ceux mesurant l'activité effective : les dernières données de l'indice ifo du climat des affaires le démontrent clairement. Les chiffres quant à la situation des entreprises (activité) évoluent latéralement, alors que ceux des perspectives commerciales (moral) se sont effondrés.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,9%	2022 : 5,2%
2023 : 2,4%	2023 : 2,4%

Grande première : en l'espace d'un seul mois, la prévision de taux d'inflation moyen du consensus pour l'année en cours a gagné 1,8 point de pourcentage, pour atteindre 5,2%. Nous n'allons pas si loin dans nos corrections. Mais il faut admettre que notre scénario de référence prévoyait pour l'essentiel des prochains trimestres un taux d'inflation durablement supérieur à la cible stratégique de la BCE de 2%. L'évolution durable des taux d'inflation à long terme va donc alimenter les négociations salariales à venir, et les signes en ce sens se multiplient.

## France

### Un marché du travail différent

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,2%	2022 : 3,3%
2023 : 1,5%	2023 : 1,7%

Ces derniers temps, la guerre en Ukraine éclipse le premier tour de l'élection présidentielle en France. L'évolution sur le front de la politique extérieure devrait augmenter les chances du locataire de l'Elysée de renouveler son bail. Emmanuel Macron peut toutefois se targuer d'avoir tenu ses promesses, notamment sur les réformes du marché du travail. Ces mesures ont permis d'atteindre un taux de chômage inférieur de 2% par rapport à son arrivée au pouvoir. Le chômage des jeunes a en particulier nettement reculé : depuis 2017, le nombre de jeunes en apprentissage a progressé de plus de 50%. La probabilité d'embauche au sortir de l'apprentissage est élevée. L'économie hexagonale se montre robuste malgré l'actualité géopolitique troublée. A indicateurs comparables, le moral des entreprises a moins chuté que chez le voisin allemand, et dans le secteur tertiaire en particulier, on n'enregistre jusqu'ici aucun recul de la demande. Des indicateurs à haute fréquence comme les données de Google sur la durée de séjour dans les commerces et autres sites de loisirs sont repartis à la hausse dans la seconde quinzaine de mars.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,7%	2022 : 3,9%
2023 : 2,1%	2023 : 1,9%

En France, le débat public s'est emparé de l'inflation avec un certain retard. Désormais, selon une enquête de l'Insee auprès des ménages français, le nombre de personnes s'attendant à une inflation en hausse sur les douze prochains mois n'a jamais été aussi élevé depuis 1971 et le début des enquêtes. La baisse du pouvoir d'achat sera donc au cœur du débat électoral. Le gouvernement a réagi en plafonnant les prix de l'essence, c'est pourquoi la prévision d'inflation pour l'année en cours est moins élevée pour la France que pour les autres pays européens.

## Royaume-Uni

### Optimisme des prestataires

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,9%	2022 : 3,9%
2023 : 1,8%	2023 : 1,6%

Des qualificatifs courants comme « Londongrad » suggèrent que la patrie du Brexit pourrait être très affectée économiquement par les sanctions contre Moscou. Cela nous paraît improbable. En termes économiques réels, la situation est comparable à celle des Etats-Unis : autosuffisance importante en gaz et pétrole, et faible poids des exportations vers la Russie. Les PMI de l'industrie ont certes, contrairement au cousin américain, nettement fléchi en mars, mais les entreprises n'y voient là qu'une faiblesse temporaire. Contrairement au continent, l'industrie britannique reste optimiste à moyen terme. Et point encore plus important : le PMI des services, poids lourd de l'économie britannique, signe une nouvelle hausse en mars (à 61,0 points), surpassant même celui des Etats-Unis. Comme outre-Atlantique, l'inflation et la hausse des taux vont freiner la consommation des ménages ; malgré sa rhétorique récemment plus prudente, la Banque d'Angleterre va maintenir le cours du resserrement. Point positif toutefois, les salaires et leur somme (du fait de l'emploi en hausse) vont augmenter et absorber en partie l'effet négatif de l'augmentation des prix. Nous avons légèrement abaissé notre prévision de croissance du PIB pour 2022, de 4,2% à 3,9%.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 6,7%	2022 : 6,7%
2023 : 3,3%	2023 : 3,6%

L'inflation s'étend au Royaume-Uni, en février, l'inflation globale a gagné +0,7 point de pourcentage à 6,2%. Les prix de l'énergie ne sont pas en cause. La surprise est venue de l'inflation sous-jacente qui, ignorant superbement l'énergie et les denrées alimentaires, signe à nouveau une forte hausse (+0,8 point de pourcentage, à 5,2%). C'est le reflet de la dynamique positive dans le tertiaire et surtout de la forte croissance des salaires (+4,8%). Ainsi, la baisse du salaire réel est actuellement moins sévère outre-Manche qu'outre-Atlantique ou en Allemagne par exemple.

## Suisse

### Dynamique industrielle freinée

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,5%	2022 : 2,7%
2023 : 1,4%	2023 : 1,7%

A l'inverse d'autres régions, aucun indicateur du moral des ménages suisses, qui permettrait de tirer des conclusions sur le comportement futur des entreprises ou des consommateurs face à la guerre en Ukraine, n'est disponible à l'heure où nous écrivons. Les indicateurs existants pour l'économie réelle signalent que le comportement de consommation n'est pas entravé et p. ex., l'activité de déplacement international mesurée par les vols au départ de Zurich est restée stable. L'indicateur relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du SECO pointe vers un ralentissement de la dynamique conjoncturelle. Selon le SECO, la responsabilité en incombe principalement au secteur pharmaceutique, fortement touché par la hausse des prix de l'énergie et de nouvelles difficultés d'approvisionnement. Il faut toutefois garder à l'esprit que la réussite à l'export de ce secteur a nourri les records d'exportations en février. La Suisse a pris des mesures contre la Russie, mais leur effet sur la marche des affaires dans les secteurs particulièrement exposés est pour l'heure inconnu. Ces dernières années, le commerce transitaire des matières premières a contribué de manière disproportionnée au PIB suisse relativement au nombre d'employés.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,8%	2022 : 1,8%
2023 : 0,7%	2023 : 0,7%

A 2,2% en février 2022, le renchérissement annuel a dépassé pour la première fois depuis 2008 la limite supérieure de la cible de la Banque nationale suisse (de 0% à 2%). Selon nos calculs, le taux d'inflation a même atteint 2,5% en mars, ce qui devrait être le pic du cycle actuel. Seule une nouvelle hausse des prix des matières premières à la suite d'un embargo sur le gaz russe nous amènerait à attendre temporairement des taux d'inflation de 3% à 5% dans la région.

## Japon

### Choc des termes de l'échange

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,1%	2022 : 2,3%
2023 : 1,6%	2023 : 1,8%

La forte incertitude géopolitique touche le Japon, même si le pays est éloigné du théâtre des opérations. Primo, et depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, le Japon n'a pas d'accord de paix avec la Russie, et les deux pays se disputent l'archipel des Kouriles, où Moscou a récemment lancé des exercices militaires d'envergure. Secundo, la Corée du Nord a récemment lancé un nouveau missile intercontinental, qui s'est abîmé à seulement 150 kilomètres des côtes, dans la zone économique exclusive du Japon. Économiquement, Tokyo est principalement concernée par les prix de l'énergie, mais ses exportations vers la Russie ne représentent que 0,1% du PIB. Le Japon dépend totalement de l'étranger pour les énergies fossiles, il est en outre le plus grand importateur mondial de gaz naturel liquéfié. Tokyo se refuse certes à tout nouvel accord énergétique avec Moscou, mais s'en tient pour l'instant aux projets existants en Russie, notamment par crainte que la Chine ne s'engouffre dans la brèche. Par rapport à l'exercice précédent, les prix à l'importation signent +34%, ceux à l'exportation seulement +12%. Cette dégradation des termes de l'échange génère des pertes de pouvoir d'achat pour les ménages et une compression des marges pour les sociétés. Pour 2022, nous avons donc déjà abaissé notre prévision déjà prudente, de 2,2% à 2,1%. En 2022, le Japon devrait donc afficher la plus faible croissance parmi les pays industrialisés.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,2%	2022 : 1,4%
2023 : 0,5%	2023 : 0,9%

En février, l'inflation est passée de 0,5% à 0,9%, et devrait franchir les 2% en avril, une première depuis 2014 après la dévaluation du yen et la hausse de l'impôt sur la consommation. Le récent repli du yen aide, mais l'inflation reste portée par l'énergie et les denrées alimentaires. La variante japonaise de l'inflation sous-jacente, qui exclut les biens périssables et l'énergie, est restée en territoire négatif en février (-1,1%).

## Chine

### Équilibrisme diplomatique

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 5,0%	2022 : 5,0%
2023 : 5,1%	2023 : 5,2%

Au milieu de la guerre en Ukraine, Pékin tente une prouesse de diplomate funambule. En résumé, elle poursuit une orientation politique vis-à-vis de la Russie tout en cherchant à entretenir de solides relations commerciales avec l'Occident. La Russie est un important fournisseur de matières premières pour la Chine. La demande chinoise en gaz naturel va augmenter considérablement au fil des années, le pays voulant à long terme réduire son empreinte carbone. En parallèle, des relations commerciales solides avec l'Occident sont capitales, la Chine ayant bien plus à perdre d'une dégradation de ses relations avec Washington et Bruxelles qu'avec Moscou. Jusqu'ici, la Chine s'en tient donc strictement au cadre de sanctions décidé par l'Occident. L'économie est sous la menace de l'incertitude géopolitique alliée à la pandémie. Le nombre de cas de covid flambe et des mesures de confinement ont été prises dans villes économiquement stratégiques comme Shenzhen et Shanghai. Tant que ces mesures resteront limitées dans le temps, les effets économiques et les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales devraient rester maîtrisables. Il existe toutefois un risque que la propagation du covid devienne incontrôlable et que des mesures plus radicales soient prises. Malgré des incitations monétaires et budgétaires renforcées, nous nous en tenons à notre prévision de croissance de 5% pour 2022.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,3%	2022 : 2,2%
2023 : 2,0%	2023 : 2,3%

La guerre en Ukraine et la hausse des prix des matières premières n'impacteront qu'à la marge les prix à la consommation en Chine. Sur le plan alimentaire, le pays est majoritairement autonome. Les prix de l'énergie tireront vers le haut les prix à la production. Les entreprises paient le plus lourd tribut ici et ne répercutent pas massivement cette hausse sur les consommateurs.

## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com  
🐦 @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
🐦 @kunzi\_damian



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



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife-am.com  
🐦 @f\_boucard



**Rita Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@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 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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, 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 Mayfair Capital Investment Management 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 2022

### A retenir

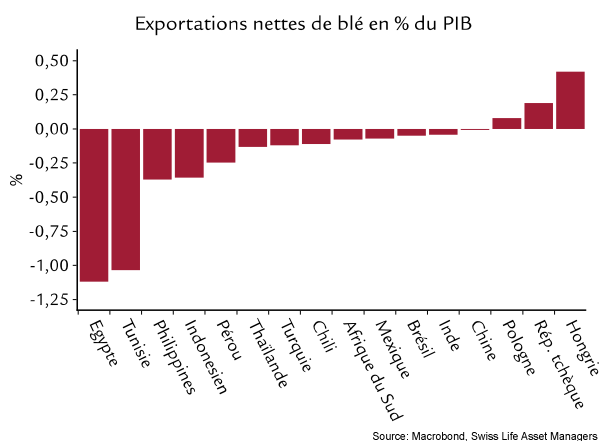
- Isolement politique et économique plongent la Russie dans une profonde récession
- La guerre en Ukraine touche les pays émergents de plusieurs façons : chute des échanges avec Moscou, hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires
- Chine : en plus de la situation géopolitique incertaine, la pandémie représente un risque majeur pour l'économie

### En un chiffre

9%

Après une série de sanctions occidentales visant à isoler Moscou, en réponse à son invasion de l'Ukraine, le rouble avait perdu beaucoup de sa valeur. Cela se traduit déjà par une hausse considérable de l'inflation, induisant une coupe sombre dans le pouvoir d'achat de la population. Depuis début 2022, la hausse des prix à la consommation est déjà de près de 9%. L'estimation moyenne d'inflation annuelle des analystes selon une enquête de Bloomberg atteint pour l'heure un ahurissant 17,6%.

### En un graphique



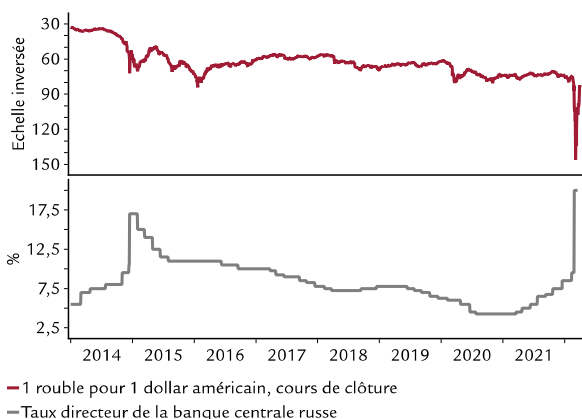
La Russie et l'Ukraine représentent plus de 25% des exportations mondiales de blé. Les difficultés d'approvisionnement de ce produit de base pourraient avoir des effets catastrophiques pour de nombreux pays émergents, dont la population consacre une part essentielle de ses revenus à l'alimentation. En Afrique du Nord, la Tunisie et l'Egypte sont particulièrement concernées, et en Asie, les Philippines et l'Indonésie sont aussi de grands importateurs de blé. Ils vont souffrir de la rarefaction de cette céréale et de la hausse des prix des denrées alimentaires.



## Sévère récession en Russie

En 2022, l'économie russe se dirige vers une profonde récession, les lourdes sanctions infligées par un ensemble de pays occidentaux lui portant un coup sévère. Outre les sanctions contre des acteurs politiques, des hauts fonctionnaires et des oligarques, une des principales mesures est l'exclusion de certaines banques russes du réseau international de paiement SWIFT. La banque centrale russe est visée aussi, ce qui bloque une part considérable de ses réserves de change. Le rouble s'est ainsi effondré, alimentant une forte inflation. Depuis début 2022, la hausse des prix à la consommation est déjà de 8,9% (voir « En un chiffre »). L'estimation moyenne d'inflation annuelle des analystes selon une enquête de Bloomberg atteint pour l'heure un ahurissant 17,6% (elle était de 6,7% en 2021 pour la Russie). Les prix plus élevés amenuisent le pouvoir d'achat de la population russe et affectent donc la consommation. De plus, la banque centrale russe a relevé son taux directeur de 9,5% à 20% afin d'éviter une ruée sur les banques ; toutefois, les taux d'intérêt élevés vont peser sur l'économie domestique. A moyen et long terme également, l'horizon est bien morne, car l'isolement politique et économique va considérablement entraver le potentiel de croissance du pays. Le gaz et le pétrole restent la bouée de secours de Moscou, car ces matières premières se fraient un chemin jusqu'aux marchés et génèrent des flux financiers. En clair, l'économie va continuer à fonctionner, mais le niveau de vie va être considérablement inférieur à celui d'il y a quelques semaines.

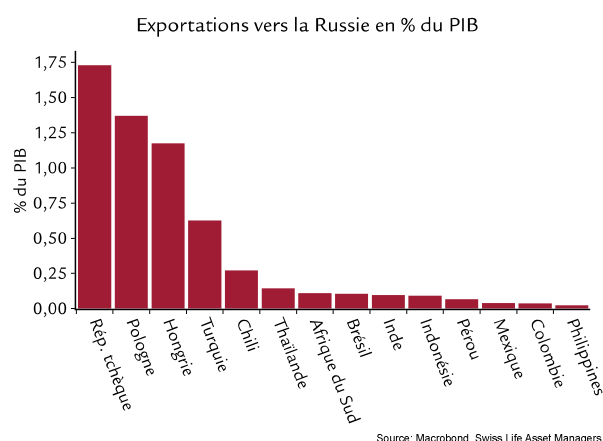
Graphique 1 : La banque centrale russe relève les taux alors que le rouble s'effondre



## Marchés émergents : de la pandémie à la guerre en Ukraine

A peine remis des dégâts économiques du covid, les pays émergents voient un nouvel obstacle se dresser à l'horizon. La guerre en Ukraine affecte les économies émergentes de plusieurs façons : relations commerciales avec Moscou, hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Les économies émergentes d'Europe de l'Est les plus touchées sont la Pologne, la Hongrie et la République tchèque, et la Turquie n'est pas épargnée. Ces pays entretiennent d'étroites relations commerciales avec la Russie, leurs exportations vers Moscou représentant plus de 1% de leur PIB (voir graphique 2). Ils sont en parallèle des importateurs d'énergie et souffrent des prix élevés de cette ressource. Cette hausse pèse également sur la balance des paiements courants de nombreuses économies asiatiques comme l'Inde, l'Indonésie et les Philippines, tandis que les grands exportateurs de pétrole et de gaz du Proche-Orient profitent de meilleurs termes de l'échange. Fournisseur majeur de gaz et de pétrole, la Russie est en outre un producteur clé de matières premières agricoles, induisant un risque de pénurie alimentaire aux conséquences démesurées pour les pays émergents. La Russie et l'Ukraine représentent près de 30% des exportations mondiales de blé. L'interruption de ces exportations pèse sur le consommateur, en termes de disponibilité et de prix (voir « En un graphique »). L'Egypte, par exemple, est un important importateur de blé, dont 80% proviennent de Russie. Elle a déjà sollicité le soutien du FMI, car elle se trouve exposée à une pression financière du fait de la hausse des prix des céréales. A cela s'ajoute le fait que la Russie est également un exportateur majeur d'engrais, dont les livraisons ont

Graphique 2 : Relations commerciales étroites entre les pays émergents d'Europe de l'Est et Moscou





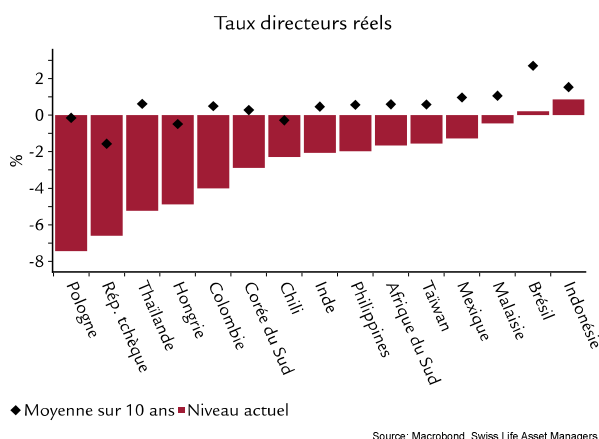
cessé. Le prix élevé des engrais a déjà incité les agriculteurs à limiter leur utilisation, ce qui pourrait affecter la production alimentaire dans une grande partie du monde. Le Brésil, par exemple, importe 85% des engrais dont il a besoin pour ses cultures céréalières, dont plus de 20% proviennent de Russie. Enfin, la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires va tirer l'inflation vers le haut dans les pays émergents, car dans certains d'entre eux, ces deux composants représentent plus de 30% de l'indice des prix à la consommation. Ces derniers mois, les banques centrales d'Amérique latine notamment ont déjà nettement relevé les taux, mais les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire ajustés de l'inflation, restent largement négatifs (voir graphique 3). Cela signifie que les banques centrales des pays émergents seront contraintes de relever de nouveau leur taux directeur malgré la dynamique économique faiblissante.

## Equilibrisme diplomatique pour la Chine

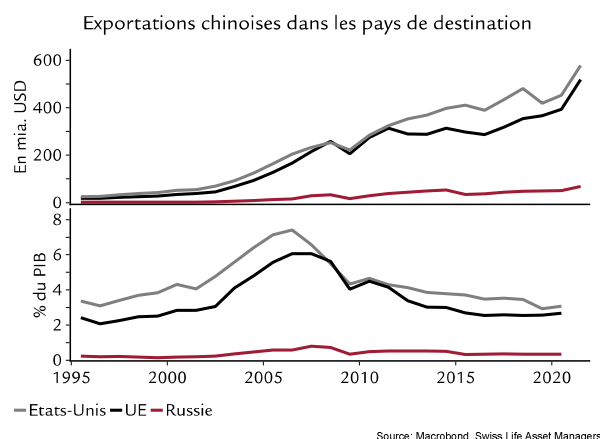
Au milieu de la guerre en Ukraine, Pékin tente une prouesse de diplomate funambule. L'attitude idéale pour la Chine est de maintenir les relations avec toutes les parties. En résumé, elle poursuit une orientation politique vis-à-vis de la Russie tout en cherchant à entretenir de solides relations commerciales avec l'Occident. La Russie est un important fournisseur de matières premières pour la Chine. La demande chinoise en gaz naturel va augmenter considérablement au fil des années, le pays voulant à long terme réduire son empreinte carbone. Pour la seconde économie mondiale, il est crucial de disposer de bonnes conditions de transactions pour les matières premières. En parallèle, des relations commerciales solides avec l'Occident sont capitales, la Chine ayant bien plus à perdre d'une dégra-

dation de ses relations avec Washington et Bruxelles qu'avec Moscou. Les exportations chinoises outre-Atlantique et vers l'UE représentent près de 3% de son PIB, contre 0,3% vers son voisin russe (voir graphique 4). Jusqu'ici, la Chine s'en tient donc strictement au cadre de sanctions décidé par l'Occident. La banque commerciale et l'AIIB (Asian Infrastructure Investment Bank, une banque multilatérale), dont le siège est à Pékin, suspendent leurs affaires avec la Russie, alors que les entreprises y cessent leurs activités, de peur de sanctions secondaires. La guerre en Ukraine, qui met l'économie chinoise sous pression face à une demande extérieure potentiellement affaiblie, n'est toutefois qu'un des risques auxquels le pays est confronté. Le nombre de cas de covid flambe et des mesures de confinement ont été prises dans des villes économiquement stratégiques. La métropole technologique de Shenzhen a été confinée une semaine, et son homologue financière de Shanghai est bouclée depuis fin mars. Tant que ces mesures resteront limitées dans le temps, les effets économiques et les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales devraient rester maîtrisables. Il existe toutefois un risque que la propagation du covid devienne incontrôlable et que des mesures plus radicales soient prises, Pékin maintenant son approche zéro covid. Considérant les divers risques économiques, les décideurs politiques se concentrent sur la stabilité économique et font pression pour des incitations budgétaires et monétaires supplémentaires. Toutefois, nous pensons que cela ne suffira pas à atteindre l'objectif de croissance économique ambitieux de 5,5% cette année. Nous maintenons notre prévision de croissance de 5% pour 2022.

Graphique 3 : Taux directeurs réels largement négatifs : relèvement forcé pour les banques centrales



Graphique 4 : Les relations économiques chinoises avec l'Occident l'emportent sur celles avec la Russie



## Economic Research



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



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
@kunzi\_damian



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



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife-am.com  
@f\_boucard



**Rita Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@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 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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, 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 Mayfair Capital Investment Management 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 2022

## Taux d'intérêt et obligations

Des taux paraboliques

### Etats-Unis

- Les T-Bonds à 2 ans se sont envolés de près de 90 pb en mars, et l'écart avec le point à 10 ans s'est inversé pour la première fois depuis 2019.
- Bien que la Fed ait procédé à un relèvement prudent de 25 pb en mars, la rhétorique de ses membres s'est durcie, réclamant plus de hausses, par incrément de 50 pb, lors de certaines réunions à venir.

### Zone euro

- Malgré la guerre en Ukraine et ses effets sur l'économie européenne, l'inflation est aux commandes, comme en témoigne la nette hausse de la courbe des rendements. L'extrémité courte a signé environ +70 pb, le rendement à 30 ans affichant +56 pb.
- Le terme des programmes de rachat d'actifs approchant et leurs effets devant refluer ces prochains mois, le marché a anticipé à nouveau des relèvements, la BCE devant maîtriser l'inflation.

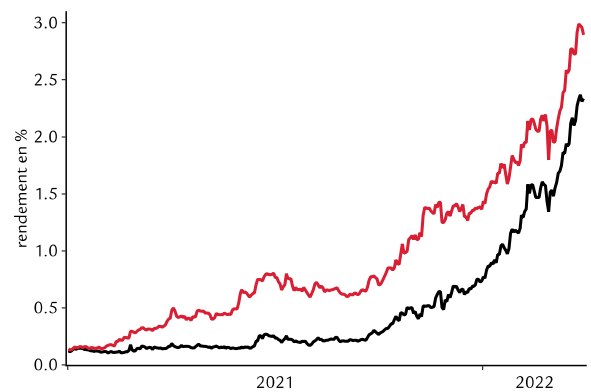
### Royaume-Uni

- Moins marquée, la hausse des taux britanniques est de +20 à +30 pb sur l'ensemble de la courbe.
- La Banque d'Angleterre a encore relevé son taux directeur de 25 pb en mars vu l'envolée continue de l'inflation.

### Suisse

- En ligne avec l'Europe, les rendements des emprunts de la Confédération gagnent environ 40 pb sur l'ensemble de la courbe.
- Saisissant contraste de l'inflation des prix à la consommation en Suisse (seulement 2,2%) par rapport aux autres pays. Mais les prix à la production et à l'importation augmentent, à 5,8% actuellement.

### Envolée des T-Bonds, de plus forts relèvements attendus



— Fed Funds Future du décembre 2023 — T-Bond générique à 2 ans  
Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Les banques centrales ont changé de focale : elles tâchent désormais de contenir l'inflation, jugée jusque-là comme transitoire. Conséquence, les taux s'envolent. Il y a à peine six mois, le marché anticipait simplement deux relèvements de taux de la Fed d'ici fin 2023, malgré la hausse persistante de l'inflation. Aujourd'hui, il prévoit désormais douze hausses (de 25 pb chacune), et estime à 70% probable que celle de mai soit de 50 pb. Jusqu'ici, le marché du crédit réagit étonnamment bien, même si nous considérons le récent resserrement comme un rebond plutôt technique des obligations d'entreprises. Dégradation du contexte macroéconomique et hausse continue de l'inflation doublée du vif durcissement des conditions financières vont maintenir la pression sur les consommateurs et les bénéficiaires. Les banques centrales réduisant la voilure, le soutien au marché du crédit va refluer. Nous prévoyons une volatilité élevée des écarts, et un élargissement de ceux-ci. A cela s'ajoute la situation géopolitique, expliquant notre positionnement défensif. Notre position en durée sur les taux en USD est plus neutre, vu les prévisions déjà élevées. En Europe, les rendements obligataires souverains devraient augmenter.

## Actions

### Rebond des actions en mars

#### Etats-Unis

- En mars, le marché américain a gagné 5,1%, signant -4,1% depuis début 2022.
- Il a surperformé les autres sur ce mois, la guerre en Ukraine et les sanctions contre la Russie pesant moins sur l'économie américaine que sur celle d'Europe continentale notamment.
- Ce marché reste très cher relativement à ses congénères. Toutefois, le ratio P/E prévisionnel est passé de 24 en mars 2021 à environ 20 aujourd'hui.

#### Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a gagné 0,6% en mars, mais perd 8,1% en 2022.
- La guerre en Ukraine fait à nouveau de la zone euro le moins performant des grands marchés, et la surperformance du début d'année s'est inversée. L'ampleur de l'effet du conflit et des sanctions n'est pas encore totalement appréhendée.
- La valorisation est relativement attractive, le ratio P/E prévisionnel tutoie 14, et le rendement du dividende est de 2,8%. A noter que les prévisions de croissance des bénéfices et des revenus sont en hausse depuis début 2022.

#### Royaume-Uni

- Après des années d'atonie, le marché britannique surperforme ses pairs en 2022, signant 2,9% en mars et 5,3% depuis le début de l'année. En 2022, c'est le seul grand marché à être dans le vert.
- Il affiche toujours la plus faible valorisation parmi les marchés développés.

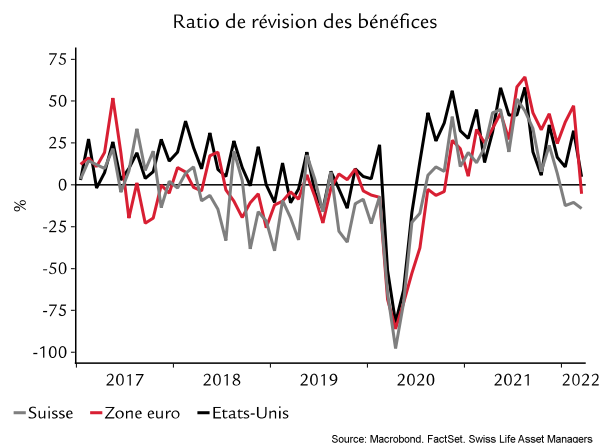
#### Suisse

- Le marché suisse a gagné 3,2% en mars, mais cède 4,8% depuis janvier.
- En termes de valorisation, c'est le second plus cher. Son ratio P/E prévisionnel est de 19 et le rendement du dividende s'inscrit à 2,4%.

#### Marchés émergents

- En baisse de 4,2% en mars, les actions des marchés émergents signent -5,7% depuis janvier, sous-performant les marchés développés de 1,7%.
- La valorisation est intéressante, et Pékin a récemment annoncé une série de mesures politiques et économiques qui devraient porter le marché des actions (la Chine représente 32% du MSCI Emerging Markets Index).

#### Zone euro : les révisions à la baisse l'emportent



Ces derniers mois, les prévisions de croissance ont été ajustées à la baisse, celles d'inflation à la hausse, et les actions ont subi une correction. Le marché intègre à ses prévisions les fortes attentes de relèvements de taux directeurs et la guerre en Ukraine. Prévisions et révisions de bénéfices n'ont traduit que partiellement cette évolution. Fin 2021, les prévisions de croissance des bénéfices et des revenus pour 2022 étaient les suivantes, respectivement : 9,2% et 7,3% aux Etats-Unis, contre 7,7% et 5,0% en zone euro. Concernant la première prévision, le consensus actuel du marché est désormais de 10,9% aux Etats-Unis et 14,5% pour la zone euro. Ces prévisions sont donc supérieures. Le ratio de révision des bénéfices (relèvements - abaissements / total de changements de notation) a lourdement chuté, passant en territoire négatif en mars (voir graphique). Cela laisse à penser que les prévisions pourraient être revues à la baisse ces prochains mois.

Si les entreprises parviennent à enregistrer une croissance de leurs bénéfices en 2022, le marché des actions pourrait finir l'année dans le vert. Partant des niveaux actuels, on pourrait enregistrer des rendements de 5% à 15% jusqu'à fin 2022. La guerre en Ukraine et la spirale inflationniste restent des risques majeurs, appelant à la prudence et alimentant la probabilité de révision à la baisse. Nous pensons que les marchés sont un brin trop optimistes sur ce point. Mais, comme nous l'avons souligné le mois dernier, les valorisations ont nettement baissé et tutoient actuellement les moyennes historiques. Notre position sur les actions reste constructive, mais prudente à court terme en raison de la guerre en Ukraine.

## Devises

Position désormais neutre sur l'USD

### Etats-Unis

- Sur les marchés, le sentiment de risque s'est dégradé début mars vu l'évolution en Ukraine, soutenant l'USD. Avec la légère amélioration du sentiment de risque, avec à la clé une belle amélioration sur le marché américain des actions, l'USD s'est stabilisé le reste du mois.
- Nous avons changé notre position de positive à neutre sur l'USD face au triptyque EUR, GBP et JPY. Le carry porte toujours le billet vert, mais les attentes quant au durcissement de la politique monétaire américaine sont un brin exagérées.

### Zone euro

- Après une correction début mars, la paire EUR/USD a rebondi et fini le mois quasi inchangée.
- L'inflation bondissant en zone euro, nous avons avancé notre prévision de hausse du taux directeur de la BCE de début 2023 au 4<sup>e</sup> trimestre 2022. De ce côté de l'Atlantique, les rendements obligataires à long terme peuvent encore progresser, limitant la baisse de la paire EUR/USD malgré les risques élevés issus de la guerre en Ukraine. Notre position pour cette paire passe donc de négative à neutre pour le prochain trimestre.

### Royaume-Uni

- Le ton étonnamment moins offensif de la Banque d'Angleterre a affaibli la paire GBP/USD en mars.
- Notre position est neutre pour les paires GBP/USD et GBP/EUR pour le prochain trimestre.

### Suisse

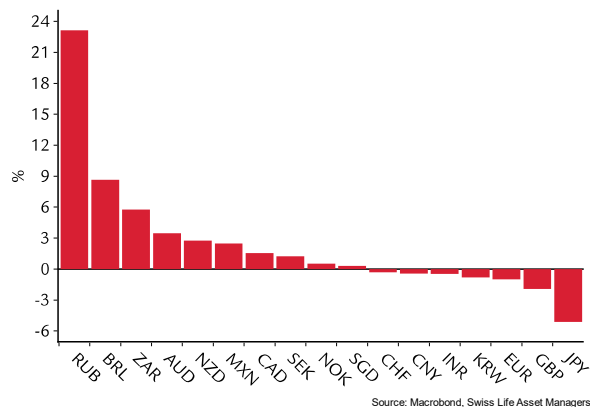
- Le 7 mars, la paire EUR/CHF a brièvement atteint la parité, avant de remonter, se stabilisant entre 1,02 et 1,04.
- Le franc va rester prisé vu la situation géopolitique, notre position trimestrielle est négative pour la paire EUR/CHF.

### Japon

- Avec +6% en mars, la paire USD/JPY est au plus haut depuis début 2016.
- Nous sommes donc passés de positifs à neutres sur la paire.

### Le yen lanterne rouge, impressionnant rebond du rouble

Performance d'une sélection de devises face à l'USD en mars 2022



Le marché des changes n'a pas été avare de surprises en mars. Fulgurant rebond du rouble après la vente massive induite par l'invasion russe en Ukraine et l'application des sanctions. Même si l'ampleur de ce bond fait débat vu la faible liquidité du marché, il est clair que les mesures russes de contrôle des capitaux et les afflux élevés et continus de devises pour régler les exportations de gaz et de pétrole ont permis de soutenir le rouble. Le niveau de prix de l'énergie et des matières premières est aussi une aubaine pour les devises qui y sont liées (BRL, ZAR, AUD et NZD). Elles ont toutes repris du terrain à l'USD en mars (voir graphique). La GBP est l'exception notable, souffrant sûrement de l'humeur changeante de la Banque d'Angleterre, un demi-ton moins offensive récemment. Vente massive du yen, la banque centrale japonaise réitérant sa rhétorique très souple dans un contexte d'inflation relativement faible. Tokyo continue de pâtir d'un choc majeur des termes de l'échange (ratio prix à l'exportation/à l'importation), le pays important 100% de ses énergies fossiles.

Nous sommes passés d'une position positive à neutre pour l'USD pour le prochain trimestre. Le carry porte toujours le billet vert, mais les attentes quant au durcissement de la politique monétaire américaine sont un brin exagérées. Nous maintenons toutefois notre position négative pour la paire EUR/CHF, l'écart d'inflation résolument important entre la Suisse et la zone euro abaissant la « juste » valeur du taux de change, et le franc étant appelé à rester prisé vu la situation géopolitique.

## Swiss Life Asset Managers



**Thomas Rauh**  
**Portfolio Manager Fixed Income**  
thomas.rauh@swisslife-am.com



**Andreas Homberger**  
**Product Specialist**  
**Equity and Multi Asset**  
andreas.homberger@swisslife-am.com  
🐦 @Homberger\_A



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
🐦 @kunzi\_damian

### 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 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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, 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 Mayfair Capital Investment Management 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 2022 – Third-Party Asset Management

## Allocation d'actifs

Rebond des actifs risqués, nette hausse des taux

### Résumé

- L'incertitude liée à l'Ukraine reste le risque majeur sur les marchés financiers. Cette guerre relève des risques d'inflation déjà élevés, et un plus fort durcissement des banques centrales menace.
- Le risque de stagflation augmente aussi. La courbe des rendements américains (à 10 ans moins 2 ans) est neutre. Historiquement, c'est un bon indicateur de récession.
- Selon notre scénario principal, la stagflation peut être évitée : sans dépasser 10%, la hausse des bénéfices serait présente, les actions pourraient ainsi finir l'année dans le vert.
- Malgré une conjoncture moins favorable, nous préférons les actifs risqués (actions et immobilier) aux actifs nominaux (liquidités, obligations sûres).

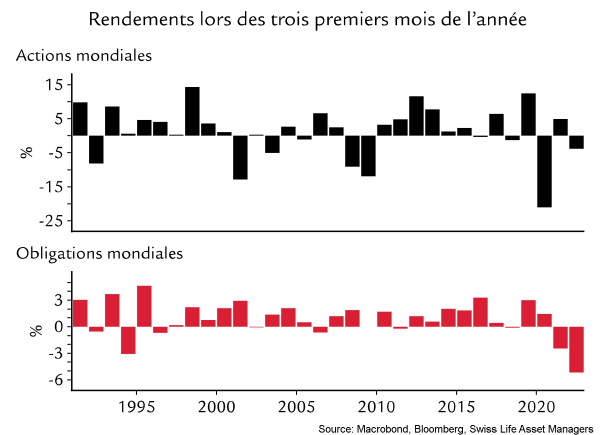
### Taux d'intérêt et obligations

- Les rendements des obligations d'Etat ont gagné entre 75 et 100 pb depuis début 2022. En mars, ils ont affiché +25 à +50 pb supplémentaires, mais les rendements réels restent globalement négatifs.
- Les emprunts baissent depuis janvier (entreprises high grade -5,5%, entreprises high yield -4,2%, marchés émergents -7,0%).
- La correction des obligations mondiales depuis janvier est la plus forte depuis au moins 1991 (voir graphique). Le rendement actuel des emprunts d'entreprises américaines investment grade (3,5% à 4%) en font une alternative aux actions.

### Actions

- Depuis début 2022, les marchés des actions des grandes économies cèdent 4,0%, les émergentes 5,7%. Malgré la situation géopolitique, les actions ont étonnamment bien rebondi en mars.
- Notons que les prévisions du consensus pour les bénéfices 2022 sont à la hausse depuis janvier en zone euro comme aux Etats-Unis. Mais le ratio révisions positives/négatives de ces prévisions a chuté et devrait bientôt être négatif (voir la partie « Actions » de « Perspectives – Marchés financiers »).

### Vente massive d'actions et d'obligations : une rareté au T1



Une correction simultanée des marchés obligataires et des actions lors d'un premier trimestre est rarissime. Depuis 1991, cela ne s'est produit qu'à trois reprises : en 1992, 2009 et 2018 : les obligations cédaient alors seulement 0,1% à 0,5%, les actions de 1,3% à 11,9%. En 2022, la correction est de 5,2% pour les obligations et 4,0% pour les actions. Le marché des actions est donc en phase avec les épisodes précédents. La correction obligataire est toutefois bien plus lourde que lors des épisodes passés (la seconde plus importante date de 1994, avec -3,1%). Il y a deux explications probables au schéma actuel. Primo, les hausses réelles et attendues des taux d'intérêt et d'inflation ont réduit les flux de trésorerie actualisés des actions et des obligations. Secundo, la guerre en Ukraine a relevé les primes de risque, soit le même effet que la hausse des rendements et de l'inflation. Cette correction simultanée rend la diversification classique entre obligations et actions moins efficace, induisant des pertes d'importance comparable dans les portefeuilles multi-actifs.

### Implications pour notre portefeuille

L'incertitude causée par la guerre nous amène à ramener temporairement à neutre notre exposition aux actions, mais nous maintenons la surpondération des actifs risqués.

## Swiss Life Asset Managers



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



**Andreas Homberger**  
Product Specialist  
Equity and Multi Asset  
andreas.homberger@swisslife-am.com  
🐦 @Homberger\_A

### 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 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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, 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 Mayfair Capital Investment Management 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.