

Janvier 2021

A retenir

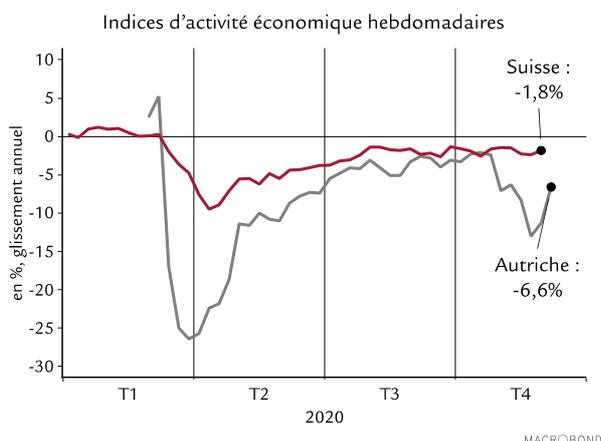
- Les reconfinements pèsent moins sur l'économie grâce à des chaînes logistiques parfaitement opérationnelles.
- Les entreprises européennes du secteur tertiaire devraient pouvoir augmenter leurs prix de nouveau.
- Le PIB suisse devrait retrouver son niveau d'avant la crise dès le troisième trimestre 2021.

Prévisions comparées

	PIB 2020		PIB 2021		Inflation 2020		Inflation 2021								
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus							
Etats-Unis	-3,6%	-3,6%	↑	3,7%	↑	4,0%	↑	1,2%	1,2%	1,9%	2,0%				
Zone euro	-7,1%	↓	-7,3%	4,5%	↑	4,7%	0,3%	0,3%	1,0%	0,9%					
Allemagne	-5,3%	↑	-5,4%	↑	3,5%	↑	3,9%	↑	0,4%	↓	0,5%	1,4%	↓	1,4%	↓
France	-8,7%	-9,3%	↑	6,8%	↑	5,9%	0,5%	0,5%	1,1%	0,8%					
Royaume-Uni	-10,8%	↓	-11,1%	↓	5,5%	↑	5,3%	↑	0,9%	↑	0,9%	1,5%	1,6%	↑	
Suisse	-3,1%	↑	-3,7%	↑	3,2%	↑	3,3%	↓	-0,7%	-0,7%	0,5%	0,2%			
Japon	-5,1%	↓	-5,3%	↑	2,6%	2,6%	↑	0,0%	↓	0,0%	0,0%	0,0%			
Chine	2,0%	2,1%	↑	8,2%	8,0%	↑	2,5%	↓	2,7%	1,4%	↓	1,7%	↓		

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 10.12.2020

Graphique du mois



Alors que les autorités sanitaires ont du mal avec le traçage des contacts, les économistes ont amélioré le traçage de l'économie réelle grâce à l'apparition de nouvelles données à haute fréquence. La toute dernière innovation est l'indice d'activité hebdomadaire du Secrétariat d'Etat suisse à l'économie (SECO), qui s'est stabilisé au quatrième trimestre. De fait, les confinements régionaux ont ralenti l'activité sans l'étouffer, conformément à nos prévisions. En Autriche, où un confinement national a été décrété, le taux de croissance annuel du PIB a temporairement chuté de quelque 9 points de pourcentage, dénotant un effet significatif, mais moins sévère qu'au printemps, de la deuxième vague de Covid-19 sur l'économie réelle.

Etats-Unis

Envolée du marché des logements

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,6%	2020 : -3,6%
2021 : 3,7%	2021 : 4,0%

Les nouveaux cas et les décès du Covid-19 atteignent de nouveaux pics aux Etats-Unis avec l'arrivée de la deuxième vague dans les régions côtières plus peuplées, telle la Californie, où de nombreux comtés ont ordonné aux habitants de rester chez eux. Ces nouvelles restrictions devraient toutefois bien moins affecter l'économie qu'au printemps : les entreprises sont mieux préparées, les chaînes logistiques sont intactes et la durée des restrictions est plus prévisible. En octobre, les ventes de détail et la production industrielle ont encore augmenté, tandis que les transactions dans l'immobilier résidentiel étaient au plus haut depuis 2005, grâce à des taux hypothécaires historiquement bas. Selon les indicateurs des enquêtes, la conjoncture serait restée favorable en novembre : l'indice composite des directeurs d'achats (PMI) n'a jamais été si haut depuis mars 2015 (58,6 points) et même l'enquête de l'association nationale des constructeurs de logements (NAHB) atteignait un record. Cette tendance devrait pâtir de la résurgence de la pandémie et la croissance ralentira probablement cet hiver. Les chiffres décevants du marché du travail de novembre pourraient donner un avant-goût de ce que nous réserve l'hiver « covidé ». L'incertitude politique devrait diminuer une fois passé le deuxième tour du scrutin en Géorgie (5 janvier), puis avec la prise de fonctions du nouveau président (le 20).

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,2%	2020 : 1,2%
2021 : 1,9%	2021 : 2,0%

En raison d'effets de base négatifs, l'inflation totale devrait finir 2020 sur une maigre hausse de 1,0%. Elle devrait toutefois rebondir au deuxième trimestre 2021, lorsque l'effet de base deviendra positif. Nous pensons que l'inflation sous-jacente se redressera l'an prochain, suite au resserrement de l'écart de production une fois les vaccins disponibles. L'augmentation phénoménale récente de la masse monétaire au sens étroit (M1) s'ajoute aux « munitions » inflationnistes de 2021.

Zone euro

Des services plus chers en 2021 ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -7,1%	2020 : -7,3%
2021 : 4,5%	2021 : 4,7%

L'Europe s'est reconfinée, durement frappée par une deuxième vague de coronavirus. Bien que l'Irlande et la France aient été les premières à réagir à la dégradation de la situation, leurs économies ne devraient pas rouvrir avant mi-janvier. Il ressort d'un large éventail de nouveaux indicateurs à haute fréquence que les confinements actuels pèseraient bien moins sur l'économie qu'au printemps (voir p. 1 le cas de l'Autriche), mais ces indicateurs en temps réel nous incitent à abaisser nos estimations de croissance pour le dernier trimestre 2020, à -1,6%. Notre estimation pour l'année pleine recule donc un peu par rapport au mois dernier. Nous notons pour l'environnement conjoncturel trois grandes différences avec le début de la première vague. D'abord, les chaînes logistiques mondiales restent intactes, et les entreprises manufacturières européennes peuvent donc profiter de la reprise de la demande asiatique et américaine. Ensuite, le soutien des politiques monétaires et budgétaires a apaisé les craintes que la récession n'entraîne une crise du crédit. Enfin, les entreprises entrevoient une lueur d'espoir grâce à la probabilité d'une vaccination à grande échelle ces douze prochains mois. Nous pensons donc que l'activité se redressera rapidement après le décrochage actuel et prévoyons un retour à une croissance trimestrielle positive dès le premier trimestre 2021.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,3%	2020 : 0,3%
2021 : 1,0%	2021 : 0,9%

L'inflation devrait rester fluctuante toute l'année 2021. Des effets exceptionnels comme les nouvelles taxes destinées à financer la politique écologique de l'UE ou l'annulation des baisses temporaires de TVA en Allemagne en janvier devraient tirer l'inflation à la hausse début 2021. Le retour probable à une certaine normalité laisserait également prévoir un relèvement des prix des services, les ménages devant accepter de payer plus cher des loisirs et des transports très demandés.

Allemagne

Une politique budgétaire globale

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -5,3%	2020 : -5,4%
2021 : 3,5%	2021 : 3,9%

Notre supposition qu'un nouveau confinement serait moins grave que le premier pour les dynamiques économiques s'est révélée particulièrement juste concernant l'Allemagne. Avec une demande étrangère toujours en hausse au dernier trimestre 2020 et des chaînes logistiques intactes, les entreprises manufacturières souffrent bien moins qu'au printemps des restrictions sanitaires. Les commandes industrielles se sont envolées en début de trimestre et l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier reste en territoire expansionniste malgré le reconfinement de nombreuses régions européennes. Jusqu'à la première semaine de décembre, l'indice de transport de fret routier dénotait des volumes record de biens acheminés sur les autoroutes allemandes pour cette période de l'année, alors que le transport s'était effondré entre février et avril. Parmi les faits majeurs pour l'Europe en 2020 figuraient la décision allemande de réagir à la pandémie et à la récession associée par un plan de relance budgétaire rapide et global. L'abandon unanime des sacro-saints principes de l'équilibre budgétaire et du frein à l'endettement n'est pas remis en cause dans la phase de ralentissement actuelle, au moment où le pays reconfinement en pleine période de fêtes. Alors que la vaccination démarre sur le continent européen, la coalition allemande a tout intérêt à garder une politique budgétaire généreuse quoi qu'il en coûte, jusqu'aux élections législatives au Bundestag en septembre 2021.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,4%	2020 : 0,5%
2021 : 1,4%	2021 : 1,4%

La nouvelle taxe sur le CO₂ et l'annulation de la baisse temporaire du taux de TVA devraient tirer l'inflation à la hausse. Des données empiriques issues du secteur touristique suggèrent que les prix des voyages à forfait pourraient augmenter sensiblement au cours des prochains mois. Selon notre scénario de base, l'inflation annuelle devrait dépasser 2% au dernier trimestre 2021.

France

Une deuxième vague mieux gérée

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -8,7%	2020 : -9,3%
2021 : 6,8%	2021 : 5,9%

Contrairement à ses principaux voisins de la zone euro, la France s'est montrée jusqu'ici plus déterminée face à la deuxième vague pandémique. Le pic de nouveaux cas quotidiens a été enregistré durant la première quinzaine de novembre et une réouverture graduelle de l'économie en janvier semble réaliste. L'économie a été moins durement touchée qu'au printemps par ce reconfinement. Surtout, le secteur manufacturier a continué de produire et de livrer, grâce à des chaînes logistiques intactes. L'indice des directeurs d'achats (PMI) de ce secteur s'est stabilisé autour de la barre fatidique des 50 points tout au long du dernier trimestre. Nous pensons que le PIB se sera contracté de 2,6% sur ces trois mois, bien moins que les replis de respectivement 5,9% et 13,8% des deux premiers trimestres de l'année. Tandis que le calendrier de réouverture des services doit dicter le rythme de la reprise à court terme, une vaccination généralisée de la population restera le principal facteur susceptible de changer la donne à moyenne échéance. Les enquêtes internationales montrent que les personnes rétives au vaccin sont plus nombreuses en France qu'ailleurs en Europe. Une nouvelle étude du FMI montre que les troubles sociaux augmentent généralement pendant les années suivant une pandémie. En Europe, la France est la « mieux » placée sur ce plan, avec un risque de réapparition des contestations des Gilets jaunes lorsque le pays se préparera à l'élection présidentielle de 2022.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,5%	2020 : 0,5%
2021 : 1,1%	2021 : 0,8%

L'inflation devrait tomber à 0% en décembre, marquant un plus-bas cyclique. Nous maintenons nos prévisions d'inflation supérieures au consensus pour 2021 en raison du redressement récent des prix de l'énergie. De plus, les prestataires de services de transport et d'hôtellerie pourront recommencer à augmenter leurs prix lorsque la demande de loisirs et de divertissements pourra de nouveau s'exprimer librement.

Royaume-Uni

Le vaccin à la rescousse

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -10,8%	2020 : -11,1%
2021 : 5,5%	2021 : 5,3%

Contrairement au printemps, le gouvernement a réagi sans tarder au retour du Covid-19, avec une stratégie de restrictions automatiques dès qu'une région remplissait certains critères. Cette approche semble avoir porté ses fruits puisque le taux de décès est inférieur à la moyenne de l'UE. On peut aussi s'attendre à de nouvelles difficultés économiques en décembre, à l'heure où le Grand Londres et d'autres régions du sud du pays repassent en zone rouge. Parti d'un niveau déjà très bas en octobre (le PIB mensuel représentait 92% de son niveau de février), le Royaume-Uni finira sans doute l'année comme le pays développé le plus touché par la crise, à part peut-être l'Espagne. La fin imminente de la période de transition du Brexit a encore aggravé les choses, comme l'atteste la reprise décevante des services financiers, un secteur florissant dans les autres pays. Le secteur tertiaire britannique, exportateur net, ne sera pas entièrement couvert par l'accord commercial encore en négociation à l'heure où nous écrivons ces lignes et de nombreuses activités financières pour la clientèle européenne ont déjà déménagé sur le continent. En revanche, la nouvelle année clarifiera les relations commerciales futures, ce qui pourrait débloquer les projets d'investissement. De même, le pays paraît bien placé pour atteindre l'immunité collective : la vaccination a commencé, elle semble globalement bien acceptée par les Britanniques et les 145 millions de doses commandées pour les trois vaccins les plus avancés en 2021 couvrent largement les besoins de la population.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,9%	2020 : 0,9%
2021 : 1,5%	2021 : 1,6%

Conformément aux attentes, l'inflation totale a augmenté de 0,5% à 0,7% en octobre. Nous pensons qu'elle diminuera un peu d'ici à la fin de l'année en raison de l'interruption de nombreux services pour cause de pandémie. La normalisation de l'activité devrait relancer l'inflation en 2021 mais la fin imminente de la période de transition du Brexit fait planer une grande incertitude sur les perspectives d'inflation à court terme.

Suisse

Retour à la normale en 2021 ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,1%	2020 : -3,7%
2021 : 3,2%	2021 : 3,3%

Le nouvel indice d'activité économique hebdomadaire du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) s'est stabilisé au quatrième trimestre (voir p. 1), jusqu'à la semaine 49. Même si le durcissement des mesures sanitaires doit freiner un peu la dynamique économique ces prochaines semaines, il est peu probable que le PIB recule de plus de 0,5% en séquentiel au dernier trimestre sachant que les chaînes logistiques sont intactes. Suite à une reprise du PIB plus vigoureuse qu'attendu par la plupart des économistes, les prévisions de croissance pour l'année pleine ont été sensiblement relevées le mois dernier. Les derniers chiffres confirment ainsi notre estimation préalable selon laquelle la Suisse se tirerait de la crise avec quelques égratignures seulement. Le 15 décembre, le SECO a annoncé qu'il attendait une contraction du PIB de 3,3% en 2020, puis une croissance de respectivement 3,2% et 3,3% pour 2021 et 2022. Selon le scénario de plus en plus réaliste d'une vaccination bien entamée au premier trimestre 2021, la Suisse est bien partie pour retrouver son PIB d'avant la crise dès le troisième trimestre 2021. Les données à haute fréquence telles que le nombre de demandeurs d'emploi semblent toutefois indiquer que les effets à long terme de la crise ne se seraient pas encore manifestés. Nous pensons ainsi que le taux de chômage montera aux alentours de 4% au premier semestre 2021. De même, le nombre de faillites d'entreprises est orienté à la hausse depuis octobre, une tendance appelée à se poursuivre ces prochains trimestres.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -0,7%	2020 : -0,7%
2021 : 0,5%	2021 : 0,2%

Pendant près de la moitié de la décennie écoulée, la Suisse a connu la déflation, soit une variation annuelle négative de l'indice des prix à la consommation. Cela devrait rester le cas jusqu'en mars 2021. En novembre, les prix ont encore chuté plus que prévu. Nous n'abaissons pas nos prévisions car les prix de l'énergie ont commencé à remonter au dernier trimestre, de 10% en un mois pour le fioul domestique en décembre.

Japon

Meilleur moral des entreprises

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -5,1%	2020 : -5,3%
2021 : 2,6%	2021 : 2,6%

L'Asie semble évoluer en dehors du reste du monde. Malgré le retour saisonnier du virus au Japon et en Corée du Sud, l'incidence est à un niveau qui remonte à fin juillet/début août pour l'Europe. D'autres nations d'Asie orientale seraient encore moins touchées, selon les chiffres officiels. Stimulé par la reprise rapide de la Chine, le moral des entreprises japonaises s'est sensiblement amélioré. Les résultats de l'enquête-phare Tankan pour le quatrième trimestre ont nettement dépassé les attentes et dénotent un meilleur moral aussi bien dans l'industrie que dans les services, quelle que soit la taille des entreprises. L'industrie automobile affiche, et de loin, la plus forte amélioration des conditions d'activité, ce qui signifie que sa production, passée de 50% (mai) à 96% (septembre) de son niveau d'avant la crise, pourrait bientôt exploiter la totalité de ses capacités. Tout aussi prometteuses sont les composantes Emploi et Utilisation des capacités de l'enquête Tankan, reflet du frémissement du ratio offres d'emploi/candidats en octobre. Ainsi, à 3,1% en octobre, le taux de chômage pourrait déjà avoir atteint son pic cyclique. A l'inverse, les prévisions d'investissement pour l'année fiscale en cours ont encore diminué, parallèlement à une altération du sentiment économique dans le BTP. Les conditions de financement toujours très avantageuses et la solidité des bilans laissent toutefois espérer une relance du cycle d'investissement en 2021.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,0%	2020 : 0,0%
2021 : 0,0%	2021 : 0,0%

La déflation devrait durer jusqu'en mars 2021 selon nos calculs, surtout à cause de la hausse du yen, du recul des salaires dû à la pandémie et du bas niveau des prix de l'énergie. Comme ailleurs, l'effet de base de l'énergie s'inversera au deuxième trimestre, avec pour effet une inflation légèrement positive, mais qui en moyenne sera sans doute nulle en 2020 et en 2021.

Chine

Cap sur le désendettement

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,0%	2020 : 2,1%
2021 : 8,2%	2021 : 8,0%

L'économie a dépassé de plus de 3% son niveau d'avant la crise au troisième trimestre, et les indicateurs du quatrième trimestre annoncent une poursuite dans ce sens. Suite à la réouverture rapide des usines après le confinement de février, alors que les restrictions sur les déplacements individuels n'étaient levées que petit à petit, la production industrielle s'est redressée plus tôt et plus fort que la consommation. Les ventes de détail de novembre ont toutefois augmenté de 5% sur un an, signe d'un rattrapage rapide. Son excellente gestion de la pandémie toute cette année a aidé la Chine à échapper à la deuxième vague de contaminations et a joué un rôle clé dans sa solide performance économique. En 2021, le pays devra prouver qu'il est capable de faire face au risque de contagion pendant les fêtes du Nouvel An chinois, en février, durant lesquelles des centaines de millions de personnes quittent les villes pour rendre visite à leur famille à la campagne. L'économie chinoise s'étant remarquablement remise de la crise due à la pandémie, les mesures de relance budgétaire et monétaires seront graduellement abandonnées pour modérer l'accélération du crédit et recentrer les efforts sur le désendettement du pays. Ce dernier chantier se traduira sans doute par une hausse des taux de défaut, surtout des entreprises publiques non rentables, et les autorités devront chercher l'équilibre entre les faillites nécessaires et la prévention des risques systémiques.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,5%	2020 : 2,7%
2021 : 1,4%	2021 : 1,7%

Fait inédit en 11 ans, l'indice total des prix à la consommation chinois était négatif en novembre, à -0,5%, surtout à cause des prix du porc (-12,5% sur un an). La déflation devrait persister au premier trimestre, accentuée par la baisse des prix alimentaires, sans toutefois inciter la banque centrale à réduire ses taux d'intérêt car les prix devraient repartir à la hausse courant 2021.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

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 Corpus Sireo Real Estate 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.

Premier trimestre 2021

A retenir

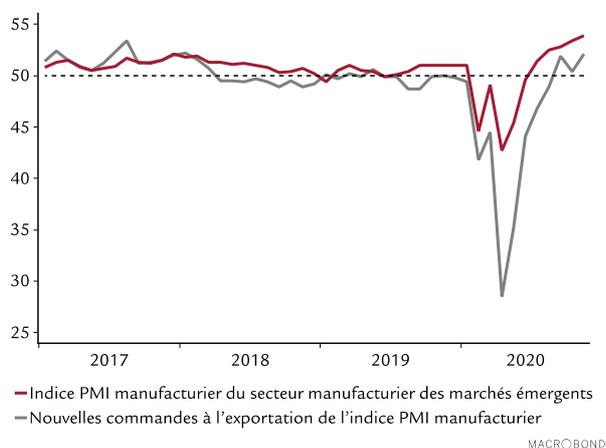
- L'Asie prend la tête de la reprise économique mais l'Amérique latine reste loin de ses niveaux d'avant-crise.
- Le COVID-19 reste problématique sachant que les pays émergents seront les derniers à bénéficier des vaccins.
- La solide reprise en Chine justifie une diminution progressive de ses mesures de relance budgétaires en 2021.

En un chiffre

6,7%

L'économie turque a fortement rebondi au troisième trimestre 2020, avec une croissance de 6,7% par rapport à l'année précédente, le taux le plus élevé de tous les grands pays. Sa politique de relance très énergique, avec notamment une forte incitation au crédit des pouvoirs publics, a stimulé la consommation et l'investissement, mais aussi exacerbé les failles économiques du pays, causant un effondrement de la livre turque et une envolée de l'inflation. Bien que la banque centrale ait relevé les taux de 475 points de base en novembre, à 15%, d'autres hausses pourraient se révéler nécessaires pour stabiliser la monnaie et modérer l'inflation.

En un graphique



L'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier des pays émergents s'inscrit en territoire expansionniste (au-dessus de 50) pour le cinquième mois d'affilée, reflet de la reprise progressive en cours suite à la sévère contraction économique causée par la pandémie au printemps. Plus récemment, les commandes à l'exportation ont elles aussi passé la barre des 50 points, preuve que la demande mondiale reste soutenue. Les mesures de reconfinement prises, surtout en Occident, face à la deuxième vague de coronavirus sont plus ciblées qu'au printemps et touchent principalement le secteur tertiaire, tandis que l'activité industrielle se poursuit.

L'Asie du Nord mène la reprise

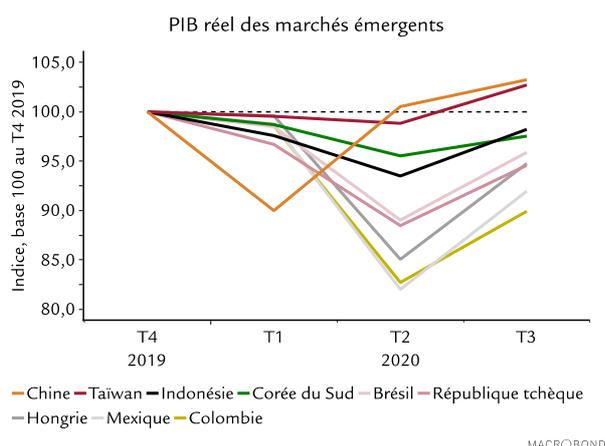
Les taux de croissance du PIB des pays émergents au troisième trimestre montrent que le pire serait passé après la chute inédite de l'activité enregistrée au printemps. Tous les pays ont connu une forte reprise économique avec la levée des restrictions de déplacement, permettant un redémarrage de l'activité industrielle et de la consommation. Des divergences d'un pays à l'autre persistent néanmoins (graphique 1). Malgré un rebond considérable au troisième trimestre, les économies d'Amérique latine telles que le Mexique ou la Colombie restent bien en deçà de leurs niveaux d'avant la crise. Dans cette région, tandis que dans certains pays, comme le Pérou, la forte proportion de personnes travaillant pour le secteur informel rendait impossible toute distance physique, d'autres comme le Brésil ou le Mexique pâtissaient de l'absence de stratégie nationale efficace contre le virus. Il s'ensuit que la situation sanitaire toujours préoccupante pèse encore sur la confiance des ménages et interdit tout assouplissement des mesures sanitaires. A l'inverse, les pays asiatiques s'en tirent mieux. Outre la Chine, qui avait renoué avec ses niveaux d'avant-crise dès le premier semestre 2020, Taïwan les a dépassés au troisième trimestre. La Corée du Sud et l'Indonésie ont elles aussi récupéré une large part de leurs pertes et n'étaient qu'à moins de 3% de leurs niveaux d'avant-crise fin septembre. De plus, les indicateurs économiques d'Asie du Nord montrent que la reprise se serait encore accélérée au dernier trimestre. Les indices PMI manufacturiers de novembre sont restés au-dessus des 50 points, frontière entre expansion et contraction, et les exportations progressaient solidement sur un an en Chine, à Taïwan et en Corée du Sud. L'Asie du Nord profite toujours d'une demande extérieure soutenue, grâce aux mesures plus

ciblées des gouvernements pour contrer le virus par rapport à la première vague de COVID-19 au printemps. En outre, les biens liés à la pandémie produits en Asie, tels que *smartphones*, ordinateurs et équipements médicaux, restent très demandés. Enfin, leur meilleure maîtrise de la propagation du virus a permis à ces pays de retourner à la vie normale, même si une récente flambée en Corée du Sud a nécessité le rétablissement de certaines restrictions.

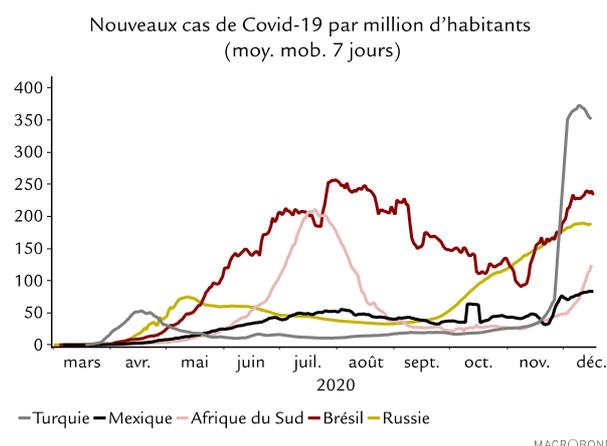
Les pays émergents seront les derniers à pouvoir se faire vacciner

Les mesures de confinement strictes décidées début novembre en Pologne et en République tchèque face à la deuxième vague de coronavirus qui a submergé les systèmes de santé de ces pays se sont révélées efficaces, avec une chute libre du nombre de nouveaux cas quotidiens. Entre-temps, de nouvelles flambées ont touché d'autres grands pays émergents comme la Turquie, la Russie, l'Afrique du Sud, le Mexique et le Brésil, nécessitant de nouvelles mesures plus sévères de distance physique. Si ces dernières sont vouées à toucher durement le secteur tertiaire, l'approche plus ciblée durant cette deuxième vague sera sans doute moins préjudiciable à l'activité économique globale que la paralysie du printemps. Il n'en reste pas moins que le COVID-19 et ses confinements domineront encore l'actualité du monde émergent en 2021. Contrairement aux pays développés, les marchés émergents seront les derniers à pouvoir se faire vacciner. D'une part, ils sont nombreux à ne pas avoir signé avec les laboratoires des accords aussi importants que les pays industrialisés, lesquels disposeront donc les premiers de la majorité des doses en cours de développement. D'autre part, les

Graphique 1 : Les économies asiatiques en tête du mouvement de reprise économique



Graphique 2 : La deuxième vague de COVID-19 frappe les marchés émergents



contraintes de distribution et de logistique interdisent une campagne de vaccination rapide, en particulier pour les vaccins exigeant un stockage à ultra-basse température, comme ceux de Moderna ou de Pfizer-BioNTech. Du côté des bonnes nouvelles, il y a encore plus de 200 candidats vaccins en développement et, s'ils sont nombreux à se révéler efficaces, on peut espérer qu'ils finiront par atteindre les marchés émergents.

La Chine va normaliser sa politique économique

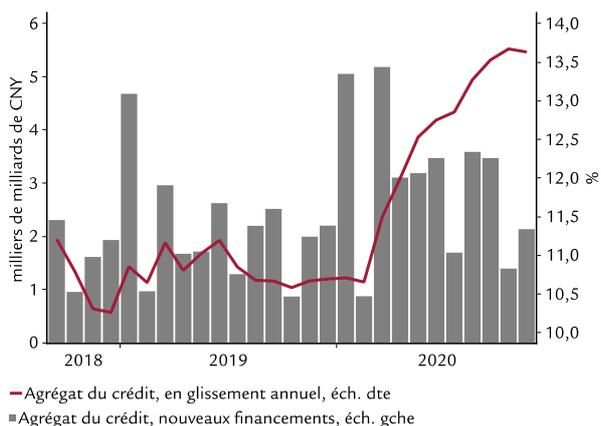
L'économie chinoise du troisième trimestre a dépassé de plus de 3% son niveau d'avant la crise, et les indicateurs du quatrième trimestre annoncent une croissance toujours plus soutenue. Grâce à la réouverture rapide des usines après le confinement de février, alors que les restrictions sur les déplacements individuels n'étaient levées que petit à petit, la production industrielle s'est redressée plus tôt et plus fort que la consommation. Les ventes de détail de novembre ont toutefois augmenté de 5% sur un an, signe d'un rattrapage rapide de la consommation. Son excellente gestion de la pandémie toute l'année 2020 a aidé la Chine à échapper à la deuxième vague de contaminations et a joué un rôle clé dans sa solide performance économique. En 2021, le pays devra néanmoins prouver qu'il est capable de faire face au risque de contagion pendant les fêtes du Nouvel An chinois, en février, durant lesquelles des centaines de millions de personnes quittent les villes pour rendre visite à leur famille à la campagne. De plus, l'économie chinoise s'étant remarquablement remise de la crise due à la pandémie, les mesures de relance budgétaire et monétaires seront progressivement abandonnées afin de modérer l'accélération du crédit et

de recentrer les efforts sur le désendettement du pays. Ce dernier chantier se traduira sans doute par une hausse des taux de défaut, en particulier des entreprises publiques non rentables, et les autorités devront veiller à trouver le bon équilibre entre les faillites nécessaires et la prévention des risques systémiques.

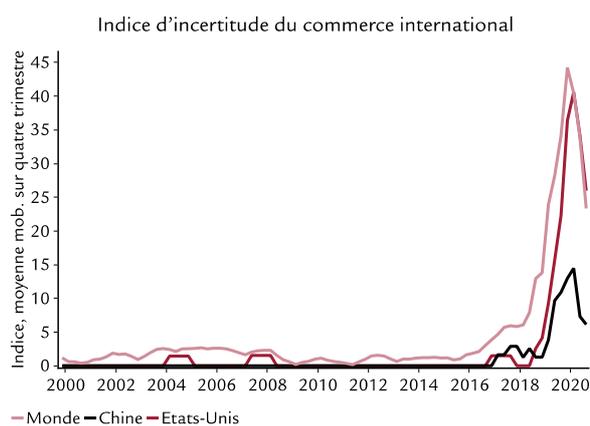
Des politiques économiques *a priori* moins floues sous Joe Biden

La victoire de Joe Biden à la présidentielle américaine ne modifiera pas profondément les relations des Etats-Unis avec la Chine, mais celles-ci devraient changer de forme, avec des décisions politiques plus prévisibles et multilatérales, réduisant l'incertitude relative aux politiques économiques, qui avait atteint un pic sous Donald Trump, en particulier dans le domaine commercial (graphique 4). L'arrivée de Joe Biden pourrait ainsi sensiblement améliorer certains aspects particulièrement mis à mal. Sur le plan commercial, les droits de douane existants ne seront sans doute pas supprimés dans l'immédiat, mais leur retrait partiel est devenu plus probable si la Chine répond à certaines exigences concernant la protection de la propriété intellectuelle, l'ouverture du marché, etc. Dans la technologie, Joe Biden devrait se montrer plus attentif aux doléances des industriels américains, nombreux à dépendre fortement des importations chinoises. Il serait donc moins enclin à ajouter des fournisseurs chinois supplémentaires sur la liste des interdits d'exportation aux Etats-Unis. Vu toutefois l'importance qu'accorde Joe Biden aux droits de l'homme et à la démocratie (des sujets délicats avec la Chine), les négociations ou concessions dans les domaines déjà cités s'annoncent épineuses et les relations sino-américaines devraient rester tendues.

Graphique 3 : La croissance de l'agrégat chinois du crédit se tassera avec la normalisation de la relance



Graphique 4 : Une politique économique moins floue sous Joe Biden



Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

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 Corpus Sireo Real Estate 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.

Janvier 2021

Taux d'intérêt & obligations

Les perdants réels

Etats-Unis

- Les statistiques économiques restent supérieures aux attentes malgré des contaminations record et le durcissement des mesures sanitaires régionales.
- Avec la confirmation de Joe Biden à la présidence et la nomination de Janet Yellen au Trésor, nous tablons sur des politiques budgétaire et monétaire toujours actives et coordonnées.

Zone euro

- Tandis que les confinements se durcissent, leur approche plus ciblée a évité un effondrement de l'économie, avec un rebond de l'indice des directeurs d'achats en territoire expansionniste dès décembre.
- Comme prévu, la BCE a étendu de 500 milliards d'euros son programme d'achat d'actifs d'urgence et quelque peu remanié ses autres instruments en décembre, tandis que l'UE travaille à la mise en œuvre de son plan d'aide économique.

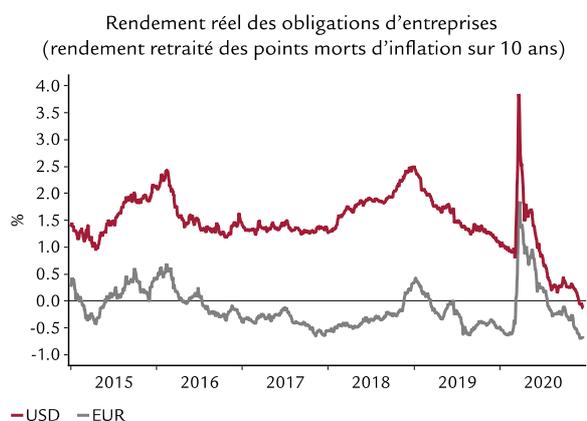
Royaume-Uni

- Les perspectives économiques à court terme restent sombres. Même en cas d'accord de dernière minute avec l'UE, les échanges devraient connaître quelques accrocs au premier trimestre. En outre, les contaminations au Covid-19 restent nombreuses, ce qui nécessite des mesures de restriction supplémentaires.
- Bien que la Banque d'Angleterre ait autorisé les banques à verser de nouveau des dividendes, ce qui témoigne de sa confiance dans la reprise, elle pourrait selon nous prendre des mesures supplémentaires en cas d'échec des négociations avec l'UE.

Suisse

- Malgré une deuxième vague pandémique sévère, les mesures sanitaires relativement légères et ciblées ont atténué jusqu'ici les répercussions sur l'économie et sur le marché du travail.
- Avec la solide reprise de l'économie mondiale au second semestre, la pression à la hausse sur le CHF s'est allégée. La BNS a donc moins besoin d'intervenir sur le marché des changes.

Un rendement réel bien mince déduction faite de l'inflation



MACROBOND

Qui aurait imaginé en mars que 2020, avec sa pandémie à l'origine d'une récession sans précédent, serait une bonne année pour les obligations ? Pourtant, c'est le cas au bout de neuf mois. Les écarts de crédit frôlent leurs niveaux ultraserrés de février (voire sont déjà bien en dessous, sur la base du rendement total). Pour la toute première fois, les rendements des obligations privées américaines ne compensent plus l'inflation prévue (graphique). Les titres de dette à rendement négatif atteignent le record de 18 300 milliards de dollars dans le monde. Certes, les obligations sont chères, mais elles pourraient l'être encore plus avec les vanes toujours grandes ouvertes des banques centrales et les nouveaux plans de relance budgétaire des pays développés. En outre, la croissance économique réelle mondiale s'accélère et, avec des sommes considérables toujours placées sur des fonds monétaires, facteurs techniques et fondamentaux convergent en faveur d'une compression supplémentaire des rendements. Mais les risques augmentent. En cas de forte hausse de la croissance et surtout de l'inflation, les investisseurs commenceront à remettre en question le soutien apparemment illimité des banques centrales. Vu combien le marché dépend de cette liquidité, le risque d'effondrement est réel. Nous restons surpondérés sur le risque de crédit et les durées courtes, estimant que la situation restera favorable au moins au cours des trois prochains mois.

Actions

Hausse des cours et rotation sectorielle

Etats-Unis

- Les incertitudes liées aux élections sont largement dissipées et les statistiques économiques sont bien meilleures aux Etats-Unis qu'ailleurs, avec des indices des directeurs d'achats toujours en zone expansionniste.
- Des restrictions accrues dues à la flambée de Covid-19 et le deuxième tour des sénatoriales en Géorgie le 5 janvier pourraient induire de la volatilité à court terme, mais les marchés ne devraient pas s'y arrêter, préférant continuer d'acheter à la baisse.
- La reprise économique de 2021 devrait bénéficier aux actions des secteurs qui ont le plus souffert de la pandémie, à savoir les PME et les secteurs sans lien avec l'informatique.

Zone euro

- Les restrictions de plus en plus sévères contre la pandémie freineront l'activité dans un premier temps mais la perspective d'une vaccination à grande échelle a sensiblement éclairci l'horizon économique après l'hiver, ce dont les actions devraient bénéficier.
- Les actions de la zone euro devraient particulièrement profiter de la rotation sectorielle en cours car elles concentrent une forte proportion de secteurs très affectés par la pandémie.

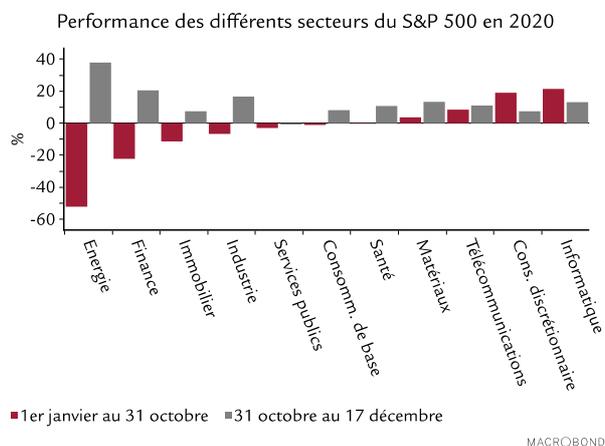
Royaume-Uni

- Les marchés financiers prévoient toujours une issue favorable des négociations avec l'UE, et le Royaume-Uni est le premier pays développé à vacciner à grande échelle, ce qui explique que les actions britanniques aient récupéré une partie de la sous-performance considérable accumulée depuis le début de l'année.
- Malgré la reprise attendue en 2021, le pays conservera l'écart de production le plus important de tout le monde développé, à l'exception peut-être de l'Espagne, ce qui explique que nous restions prudents à l'égard du marché britannique.

Suisse

- En tant que marché défensif, la Bourse suisse sous-performe depuis deux mois, dans un contexte très enclin au risque.
- Sauf accident, la situation devrait perdurer et le marché suisse devrait donc accuser un retard sur les autres. Les valeurs cycliques devraient toutefois évoluer dans le même sens que le reste du monde et profiter de la tendance haussière attendue.

Rotation sectorielle massive dans la perspective du vaccin



C'est une remontée phénoménale des marchés d'actions qui a salué l'issue des élections américaines et les bonnes nouvelles des vaccins. En novembre, les marchés européens ont connu la plus forte hausse mensuelle de leur histoire avec une envolée de 18% de l'Euro Stoxx 50. Si Wall Street a moins progressé, il faut néanmoins remonter à 1928 pour retrouver un meilleur mois de novembre que celui de 2020. La rotation sectorielle déclenchée par la nouvelle de l'arrivée des vaccins s'est révélée particulièrement impressionnante. Aux Etats-Unis, l'énorme écart de performance entre les secteurs s'élevait à 73 points de pourcentage fin octobre (-52% pour l'énergie et +21% pour l'informatique, voir graphique). Il s'est réduit ces dernières semaines. Quasiment toutes les valeurs liquidées pendant la crise du Covid-19 se sont redressées après l'annonce des vaccins. La hausse des cours s'est poursuivie la première quinzaine de décembre et devrait continuer selon nous ces trois prochains mois. Certes, les valorisations des actions sont aujourd'hui très élevées, mais tous les facteurs d'une hausse restent en place : solide soutien monétaire et budgétaire, recul des risques politiques, absence d'actifs de rendement en dehors des actions et, surtout, meilleures perspectives de croissance pour 2021. Seulement, cette vision fait aujourd'hui consensus chez les participants au marché et suppose un risque réel de correction en cas de mauvaise nouvelle (par exemple si les campagnes de vaccination ne se déroulaient pas comme prévu). Nous pensons cependant que la liquidité abondante dont disposent les investisseurs et le solide soutien de la politique monétaire présenteraient une telle correction comme une occasion de se positionner sur les marchés. En conséquence, le réflexe d'achat à la baisse n'est pas près de disparaître.

Devises

Les ventes massives d'USD devraient cesser

Etats-Unis

- Décembre a commencé comme novembre avait fini, par des ventes massives d'USD qui avaient ramené l'indice correspondant (DXY) à son niveau de début 2018 à l'heure où nous écrivions ces lignes.
- Une Réserve fédérale toujours accommodante, des investisseurs prêts à prendre des risques et un certain fléchissement des statistiques économiques américaines en décembre ont accentué la faiblesse de l'USD. Nous pensons que les dynamiques économiques devraient encore se renverser au premier trimestre, ce qui redonnerait de l'élan au billet vert.

Zone euro

- Depuis début novembre, les monnaies cycliques se redressent, soutenues par de meilleures perspectives de croissance à l'échelle mondiale. Parmi les marchés développés, seuls l'AUD et le NZD ont fait mieux que l'EUR durant cette période.
- L'EUR a également profité des statistiques économiques, en particulier d'indices des directeurs d'achats meilleurs que prévu en décembre. L'écart de production de la région reste toutefois très important et nous pensons qu'une nouvelle sous-performance de l'économie par rapport aux Etats-Unis en 2021 devrait peser sur l'EUR.

Royaume-Uni

- La GBP reste portée par des marchés qui espèrent toujours un accord commercial de dernière minute avec l'UE, ce qui correspond à notre scénario de base.
- Ces trois prochains mois, la GBP devrait se stabiliser face à l'EUR mais aussi se déprécier par rapport à l'USD, dans ce dernier cas en raison principalement de l'appréciation du billet vert que nous prévoyons.

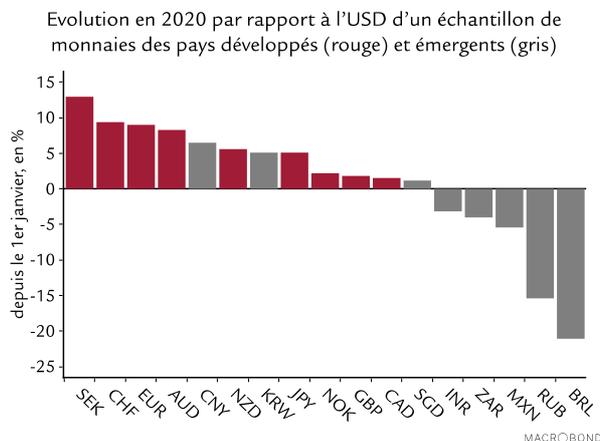
Suisse

- Le CHF évolue dans une fourchette face à l'EUR. Etonnamment, le recul des risques géopolitiques, la confiance accrue dans la reprise et même l'inscription de la Suisse sur la liste des pays jugés manipulateurs des taux de change par le Trésor américain n'ont quasiment pas influé sur la valeur du franc.
- Nous restons neutres sur l'EUR/CHF mais prévoyons un franc un peu moins fort face à l'USD.

Japon

- Après sa forte hausse face à l'USD, le JPY devrait suivre une tendance inverse au premier trimestre, selon notre scénario globalement positif pour l'USD.

Fin 2020, l'USD est la plus faible des grandes devises



L'année 2020 fut exceptionnelle pour les marchés des changes. Après deux ans de hausse, l'indice de l'USD (DXY) a atteint son pic en mars 2020, avant de s'effondrer le reste de l'année. Il était à son niveau de début 2018 à l'heure de mettre sous presse. Nous avons donc eu raison de troquer notre vision haussière contre un scénario baissier sur l'USD en mars 2020, principalement au vu de la disparition de l'avantage de taux d'intérêt de ce dernier (le portage). De fait, l'USD a reculé par rapport à toutes les grandes monnaies des pays développés, tandis que la SEK, le CHF et l'EUR étaient les plus performantes de l'année à ce jour. La GBP, le CAD et la NOK accusent les plus mauvais résultats du monde développé hors USD, affectées par le bas niveau des prix de l'énergie et (pour la GBP) par l'incertitude persistante sur le Brexit. L'année fut dure aussi pour les monnaies des marchés émergents, sauf les monnaies asiatiques comme le CNY, le KRW ou le SGD, qui se sont toutes appréciées face à l'USD. Les pays concernés ont profité de leur solide position extérieure (avec un excédent de la balance courante) et, en termes cycliques, de leur large avance économique. La plupart des analystes pensent que l'USD restera faible en 2021, mais ce n'est pas notre avis. Après les ventes massives, il devrait d'abord se stabiliser puis monter un peu au premier trimestre, surtout grâce à la surperformance économique attendue aux Etats-Unis, avant tout face à l'Europe. La Réserve fédérale sera donc peut-être la première banque centrale à annoncer qu'une politique moins accommodante serait indiquée à moyen terme, quand la BCE peut difficilement s'extraire de sa politique ultra-accommodante. Enfin, les positions spéculatives sur l'USD sont très négatives, ce qui est habituellement vu comme un indicateur à contre-courant.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
@MarcBruetsch



Michael Klose
CEO Third-Party Asset Management
michael.klose@swisslife.ch

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 Corpus Sireo Real Estate 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.

Allocation d'actifs

La liquidité encourage à acheter à la baisse

Résumé

- L'engagement très médiatisé de toutes les grandes banques centrales en faveur de l'économie, la relance budgétaire et l'embellie des perspectives conjoncturelles grâce aux premiers vaccins ont encore accéléré la progression des marchés financiers.
- Toutes les catégories d'actifs affichent des valorisations élevées, reflet apparent d'une situation idéale.
- Même si de mauvaises nouvelles déclenchent une correction, l'effet sera sans doute de courte durée sachant que les investisseurs considèrent les décrochements comme des occasions d'achat.

Taux d'intérêt et obligations

- Malgré le frémissement des bons du Trésor américain (le 10 ans n'est plus très loin de 1%), les taux réels restent négatifs et les rendements des obligations d'Etat des autres pays développés reculent encore, pour des titres qui restent très chers.
- Nous pensons que les écarts de crédit resteront faibles ces trois prochains mois et qu'ils pourraient même diminuer un peu à court terme. Les obligations d'entreprises restent solidement soutenues par les achats des banques centrales, qui se combinent à la quête de rendement des investisseurs. Ceux-ci doivent toutefois se montrer très sélectifs sachant que l'effet de la pandémie sur les finances des entreprises sera plus visible ces prochains mois.

Actions

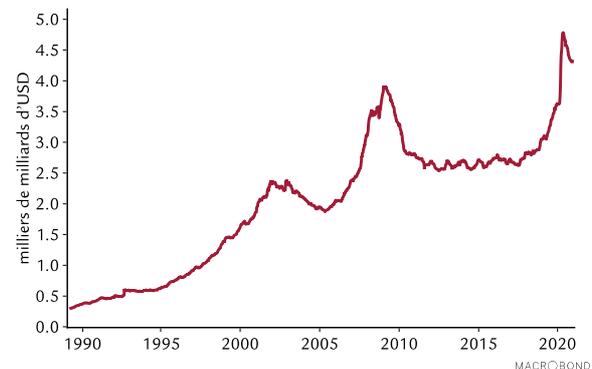
- Suite à l'envolée de ces derniers mois, les valorisations sont élevées, sachant que les bénéfiques pourraient croître moins vite que ne l'intègre le marché.
- La tendance devrait se poursuivre, faute de mieux et grâce au soutien des banques centrales. La volatilité devrait croître mais des rebonds rapides succéderont selon nous aux éventuels décrochages.
- La faible volatilité actuelle est toutefois idéale pour renforcer la protection des portefeuilles, à l'heure où les marchés négligent les incertitudes restantes.

La liquidité du marché, un puissant soutien

Le solide soutien des banques centrales a tiré à la hausse les valorisations de toutes les grandes classes d'actifs. De mauvaises surprises pourraient entraîner des corrections, mais les investisseurs disposent selon nous de suffisamment de liquidités en portefeuille pour acheter à la baisse. Sur le sujet souvent évoqué du risque que la hausse des valorisations est déjà un précurseur de l'inflation, c'est un point qu'il ne faudra pas négliger car l'inflation aurait des implications différentes selon les types d'actifs (négatives pour le monétaire et les emprunts d'Etat, plutôt positives pour les actions).

Des montagnes de liquidités en attente d'affectation

Actifs investis dans des fonds monétaires américains
Source : Investment Company Institute (ICI)



Implications pour notre portefeuille

Des titres chers dégagent de faibles rendements, mais ne pas investir du tout finit par déboucher sur des gains plus minces, voire négatifs. La diversification s'impose donc entre et au sein des classes d'actifs, ainsi qu'une sélection plus prudente des placements, surtout dans le crédit. Côté actions, les stratégies couvertes aident les investisseurs à amortir le choc d'une chute des marchés tout en les faisant participer à une tendance haussière qui devrait persister.

Swiss Life Asset Managers



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch



Daniel Rempfler
Head Fixed Income Switzerland
daniel.rempfler@swisslife.ch

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 Corpus Sireo Real Estate 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.