

Avril 2020

## A retenir

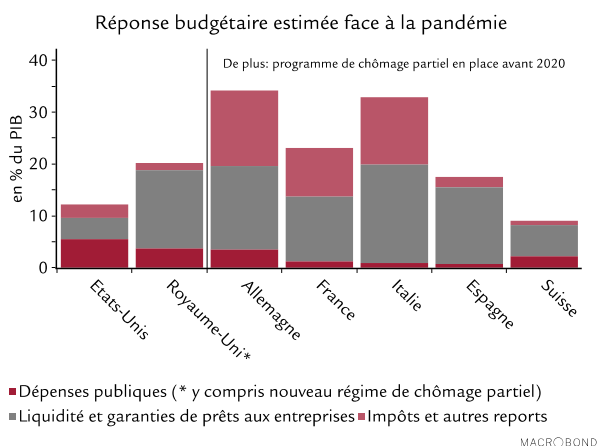
- Notre scénario de base table sur une reprise en U de l'économie mondiale au second semestre.
- La consommation de charbon chinoise, bon indicateur de l'activité industrielle, ne cesse de croître.
- Des « coronabonds » en vue ? La zone euro devra sans doute adopter un dispositif de partage des risques pour sécuriser la situation.

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc. London, 09.03.2020

## Graphique du mois



Avec la propagation mondiale du coronavirus et l'adoption de mesures de confinement strictes, la plupart des pays vont voir leur production s'effondrer. Des mesures budgétaires et monétaires généreuses, telles qu'une hausse des dépenses publiques (barres rouges foncées), de la liquidité et des garanties de prêts aux entreprises (barres grises) sont déjà annoncées. Parallèlement, le chômage partiel déjà en place avant 2020 est décisif pour amortir le choc sur les marchés du travail. Le Royaume-Uni a introduit un tel programme en mars 2020. Dénués de ce dispositif, les Etats-Unis devraient voir leur taux de chômage s'envoler malgré un plan d'aides publiques de 2 000 milliards de dollars.

## Etats-Unis

### Une récession soudaine

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -1,0%	2020 : 1,6%
2021 : 3,2%	2021 : 2,0%

Depuis notre dernière édition, les Etats-Unis sont passés d'un des pays développés les moins touchés à l'épicentre de l'épidémie de coronavirus. Avec des tests enfin à la hauteur, les statistiques d'infection sont devenues plus fiables et dénotaient (à l'heure où nous écrivons ces lignes) une hausse toujours exponentielle des nouveaux cas. En termes de progression, le pays affiche respectivement environ 15 et 9 jours de décalage par rapport à l'Italie et à la Suisse. Des mesures de confinement encore plus strictes pourraient donc s'imposer, d'où notre prévision d'une récession immédiate, brutale mais courte au premier semestre. Contrairement aux pays européens, les Etats-Unis n'ont aucun dispositif national de chômage partiel et les entreprises touchées par la crise ont licencié en masse. Sur la dernière semaine de mars et la première d'avril, 10 millions de travailleurs (6% des salariés américains) se sont inscrits au chômage. Suite à cette hausse inédite, le taux de chômage pourrait atteindre 10-15% en avril-mai, avant de retomber rapidement si les mesures de confinement sont assouplies comme prévu, mais le retour à la normale prendra du temps. Notre scénario de base prévoit des restrictions durables dans les services et des aides budgétaires insuffisantes pour pallier le déficit de demande. Malgré une reprise graduelle au second semestre, la production ne devrait retrouver son niveau d'avant-crise que début 2021.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,6%	2020 : 1,8%
2021 : 2,1%	2021 : 2,1%

La chute du baril pourrait faire passer l'inflation totale de 2,5% en janvier à seulement 0,8% en avril. L'inflation sous-jacente a surpris à la hausse en janvier-février et elle ne devrait reculer que très peu, à 2,1-2,3%, ces prochains mois. La demande insuffisante, désinflationniste, pourrait être compensée, au moins à court terme, par la pression inflationniste due au choc de l'offre.

## Zone euro

### Prochaine étape : le coronabond ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -2,0%	2020 : 0,6%
2021 : 2,8%	2021 : 1,3%

Outre ses pertes humaines inédites, la pandémie de coronavirus entraîne également une chute de l'activité jamais vue au premier semestre. Nous ne disposons pas de données chiffrées à l'heure où nous écrivons, mais les enquêtes de la zone euro n'incitent pas à l'optimisme. En mars, l'indice des directeurs d'achats (PMI) des services est tombé à 26,4 points, un record de contraction absolu (bien en deçà des 40,9 enregistrés pendant la crise financière de 2009). L'indice PMI manufacturier a mieux résisté, à 44,5 points, mais il devrait encore reculer en avril face à l'érosion de la demande extérieure et à l'interruption de toute activité industrielle non essentielle en Espagne et en Italie fin mars. Notre scénario de base prévoit une reprise de l'activité en mai-juin, à condition que l'efficacité des mesures de confinement ait suffi à les assouplir partiellement. Le coût économique, surtout en Italie, sera néanmoins colossal et des problèmes budgétaires frapperont bientôt ce pays très endetté. La politique monétaire (multiplication des achats d'actifs et déplafonnement des dépenses de la BCE) a réussi jusqu'ici à éviter un creusement des écarts de rendement des obligations périphériques, mais à moyen terme l'UEM devra sans doute mutualiser les risques pour éviter une « crise de l'euro 2.0 », en recourant à des dispositifs existants comme le Mécanisme européen de stabilité (MES) ou à l'émission d'euro-obligations (les « coronabonds »).

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,6%	2020 : 1,1%
2021 : 1,4%	2021 : 1,4%

Avec les ravages économiques du coronavirus, les banques centrales auront encore plus de mal à atteindre leur objectif d'inflation. Même si la pénurie temporaire de certains biens peut tirer les prix à la hausse, cet effet sera contrebalancé selon nous par le recul des tarifs de l'énergie à court terme et par un creusement de l'écart de production à moyen terme.

## Allemagne Adieu l'excédent budgétaire

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -1,7%	2020 : 0,5%
2021 : 2,6%	2021 : 1,2%

A un peu plus de 6 000 cas, l'institut Robert-Koch relevait le niveau de menace pour l'Allemagne à « élevé » le 17 mars. Depuis, les malades sont encore plus nombreux. Tout en évitant un confinement total, l'Allemagne a interdit le 22 mars tout rassemblement de plus de deux personnes avant au moins le 20 avril, nous incitant à réduire fortement nos prévisions de PIB 2020 en vue d'une baisse massive de la production en mars-avril, puis d'une reprise. L'ampleur de la chute sera très supérieure à celle constatée lors de la crise financière mondiale. Le chômage partiel aidera à atténuer les pertes d'emplois, qui devraient toutefois augmenter selon nous. Les prévisions à six mois des entreprises de l'enquête Ifo de mars n'avaient jamais autant reculé, dans tous les secteurs sauf l'alimentaire/boissons et les articles de toilette. C'est le tertiaire qui a le plus souffert, surtout les agences et organisateurs de voyages, ainsi que l'hôtellerie-restauration. Face à ce choc économique sans précédent, le ministre allemand des Finances Olaf Scholz a laissé entendre, le 13 mars, que l'excédent budgétaire serait sacrifié. Le 25 mars, le Bundestag a supprimé le frein à l'endettement et adopté un plan de relance de 750 milliards d'euros comportant 600 milliards d'euros de garanties de prêts (environ 10% du PIB) et 120 millions d'euros de dépenses publiques supplémentaires (3,5%). Ce plan de soutien massif devrait contribuer à un redressement progressif de l'activité au second semestre 2020.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,7%	2020 : 1,3%
2021 : 1,4%	2021 : 1,5%

Suite à l'effondrement du pétrole, l'inflation de mars est tombée à un plus-bas en quatre mois de 1,3%, contre 1,7% février. Le blocage quasi-total de l'économie devrait assurer une très faible pression sur les prix mais les mesures de relance massives et le risque de pénurie toujours possible sur certains biens pourraient tirer l'inflation à la hausse au second semestre 2020.

## France Perte d'activité de 35%

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -1,6%	2020 : 0,8%
2021 : 2,5%	2021 : 1,2%

La France est bien plus durement touchée que l'Allemagne par l'épidémie : dans certaines régions de l'Est, le nombre d'hospitalisations a dépassé les capacités sanitaires, ce qui a sans doute contribué à un taux de mortalité supérieur à la moyenne (plus de 6% actuellement). L'Etat a riposté par des mesures de confinement sévères, couplées à d'importantes aides budgétaires, sous forme de dépenses publiques (en intégrant le chômage partiel ou le report des échéances fiscales) et de garanties de l'Etat sur les nouveaux prêts aux entreprises (dans la limite de 300 milliards d'euros). La France se tire habituellement mieux des récessions que ses voisins, grâce à la large part du tertiaire et du secteur public dans son économie. Si ce dernier joue effectivement un rôle stabilisateur, le confinement actuel frappe de manière disproportionnée le secteur des services, dont l'indice des directeurs d'achats de mars est tombé à 27 points, moins que ses équivalents allemand, japonais, américain ou britannique. Faute de précédent pour estimer l'effet d'un confinement généralisé sur le PIB, toute estimation précise est impossible. Nous travaillons à partir d'une hypothèse de chute du PIB européen à 80-90% des niveaux normaux de mars et avril, mais ce sera peut-être pire. L'institut français de la statistique, l'INSEE, a publié une première estimation selon laquelle l'activité économique française représentait, mi-mars, seulement 65% de son niveau d'avant-crise.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,8%	2020 : 1,2%
2021 : 1,4%	2021 : 1,1%

La chute plus marquée que prévu des cours du pétrole nous a conduits à réduire drastiquement nos prévisions d'inflation pour 2020, de 1,4% à 0,8%. Nous pensons toutefois qu'elle se normalisera en moyenne à 1,4% en 2021 avec une reprise économique graduelle en U au second semestre de cette année, qui resserrerait progressivement l'écart de production de la France.

## Royaume-Uni

### Être une île ne suffit pas

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -1,4%	2020 : 0,8%
2021 : 2,5%	2021 : 1,3%

On a pu croire un certain temps que le Royaume-Uni aborderait différemment et moins radicalement le problème du coronavirus. Las, le gouvernement a dû adopter les mêmes mesures de confinement que sur le continent pour éviter la surcharge inévitable de son système de santé. L'impressionnant plan de relance comporte des mesures ciblées telles qu'un dispositif de maintien de l'emploi, l'extension des allocations chômage aux indépendants, des garanties de prêts, des reports fiscaux et des dépenses publiques directes. Le gouvernement a estimé le coût de ces mesures à 18% du PIB mais son poids sur les finances publiques dépendra *in fine* de la durée et la gravité de la récession. L'activité chutera d'au moins 12% en mars et avril selon nous, avant une reprise en mai-juin en cas de levée progressive des mesures de confinement. La crise vient aggraver certains problèmes britanniques. Un, elle touche des ménages au taux d'épargne est déjà historiquement bas (5%, contre 7% environ avant la crise financière de 2009). Deux, le vaste plan de relance accroît les besoins d'endettement d'un pays qui accuse déjà un déficit courant chronique (la livre fait partie des grandes monnaies les moins performantes depuis le début de l'année). Trois, les négociations avec l'UE devraient passer au second plan tant que les politiques s'occuperont du coronavirus. Bien que le délai s'annonce trop court, Boris Johnson refuse toujours de le prolonger et l'avenir des relations commerciales reste très incertain en 2020.

#### Inflation

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

Nous avons réduit nos prévisions d'inflation de 1,5% à 1,3% pour 2020 au vu de la baisse des prix de l'énergie, mais l'inflation sous-jacente devrait s'établir entre 1,5% et 2% cette année. Bien que la récession doive renforcer la tendance à la modération de la revalorisation des salaires, la dépréciation de la livre et les contraintes sur l'offre devraient encourager l'inflation sous-jacente, expliquant l'effet globalement neutre de ces facteurs sur notre scénario de base.

## Suisse

### Un filet de sécurité bien en place

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -1,3%	2020 : 1,0%
2021 : 3,1%	2021 : 1,4%

Nous manquons actuellement de chiffres pour évaluer précisément les dégâts économiques de la pandémie et des mesures de confinement associées. Notre scénario de base suppose que les pays développés connaîtront le même délai que la Chine entre le début de l'épidémie et l'assouplissement des mesures de confinement. Sur cette base, nous prévoyons une reprise progressive de l'activité à partir de mai. D'ici là, la production suisse devrait chuter de 12%, ce qui impliquerait un décrochement du PIB réel de 1,3% en moyenne en 2020 en glissement annuel. Les principaux risques pour ce scénario seraient une chute de l'activité encore plus prononcée d'ici au mois de mai, une deuxième vague d'infection en Asie ou une nouvelle crise de la dette européenne due à la situation catastrophique de l'Italie et de l'Espagne. Nous pensons que les autorités suisses ont mis en place un filet de sécurité efficace pour atténuer les risques d'un choc durable de la demande, mais les dégâts déjà causés ne laissent aucun doute sur le fait que la Suisse soit entrée en récession. Les statistiques du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) donnent une première idée de l'effet à court terme sur le marché du travail : malgré un recours généralisé au chômage partiel, les offices cantonaux de l'emploi ont enregistré une flambée des inscriptions au chômage, dont le taux devrait selon nous être monté à 2,9% en mars, après 2,5% en février – quand l'économie mondiale n'avait rien à voir avec ce qu'elle est devenue aujourd'hui.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -0,3%	2020 : 0,2%
2021 : 0,6%	2021 : 0,7%

Le fioul domestique coûte aujourd'hui 25% de moins qu'au début de l'année, ce qui réduit l'indice des prix à la consommation suisse d'environ 0,2%. L'incertitude règne sur les perspectives d'inflation à court terme, mais nous pensons que l'effet désinflationniste des promotions dans la distribution pourrait occulter la hausse des prix des biens et services concernés par des ruptures de stock temporaires.

## Japon

### Le pire est-il déjà passé ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,1%	2020 : -0,7%
2021 : 2,3%	2021 : 1,1%

Le Japon a connu très tôt le coronavirus. Dans notre dernière édition, il était le quatrième pays le plus touché en termes de cas et il n'est aujourd'hui même plus dans les 30 premiers, une amélioration obtenue avec des restrictions étonnamment légères dans la vie quotidienne. La mesure la plus spectaculaire fut la fermeture des écoles mais, par ailleurs, le gouvernement s'est majoritairement contenté de recommandations, comme éviter les voyages non indispensables ou annuler les manifestations de grande ampleur. Les statistiques d'activité jusqu'en février étaient étonnamment bonnes, les ventes de détail comme la production industrielle se remettant du choc consécutif au relèvement de la taxe sur la consommation d'octobre 2019. Les perspectives se sont toutefois assombries depuis. D'abord, la propagation massive du virus dans les autres pays freinera la demande extérieure au deuxième trimestre. Ensuite, le report des Jeux olympiques de Tokyo à l'été 2021 amputera la croissance du troisième trimestre. Enfin, les infections sont récemment réparties en nette hausse dans la région de Tokyo, ce qui pourrait entraîner des mesures de confinement dans le poumon économique du pays. Alors que nous pensions précédemment que les dégâts économiques concerneraient surtout le premier trimestre, nous jugeons qu'ils seront plus également répartis sur le premier semestre, sans modifier nos prévisions de PIB annuelles.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,3%	2020 : 0,4%
2021 : 0,3%	2021 : 0,5%

Pour le Japon comme pour les autres pays, nous avons nettement abaissé nos prévisions d'inflation totale sur fond de repli des prix de l'énergie et nous tablons désormais sur une moyenne de 0,3% en 2020 et en 2021. Soulignons que le yen s'est apprécié depuis janvier et que les négociations salariales du printemps (le *shunto*) annoncent une modeste revalorisation des rémunérations. Nous doutons donc que cette récession fasse apparaître la déflation au Japon à court terme.

## Chine

### Une reprise économique timide

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 3,8%	2020 : 5,2%
2021 : 8,4%	2021 : 6,1%

L'économie chinoise s'est effondrée sous l'effet des mesures de confinement draconiennes imposées pour limiter la propagation du coronavirus, qui ont paralysé l'activité. Tous les indicateurs économiques sont tombés à des niveaux jamais vus : -24,5% pour la FBCF, -13,5% pour la production industrielle et -20,5% pour les ventes de détail en janvier et en février en glissement annuel. Cela débouchera sur une contraction économique substantielle au premier trimestre, ce qui nous a conduits à abaisser considérablement notre estimation de PIB 2020 de 5,4% à 3,8%. Alors que les nouveaux cas officiels de coronavirus en Chine se raréfient, voire disparaissent, le gouvernement lève les mesures de confinement et recommence à se préoccuper de la croissance. Les indicateurs à haute fréquence tels que la consommation de charbon, qui donne une bonne idée de la production industrielle, ne cessent de s'améliorer. Toutefois, la reprise de la consommation reste lente, comme le montraient des ventes hebdomadaires d'automobiles toujours déprimées. Une nouvelle hausse du chômage pourrait freiner la consommation cette année, sans compter que la propagation rapide du coronavirus entraîne une récession mondiale qui réduit la demande de produits chinois. Nous tablons donc sur une reprise seulement graduelle de l'économie du pays au deuxième trimestre.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 3,6%	2020 : 3,4%
2021 : 2,0%	2021 : 2,2%

L'inflation de février est restée soutenue à 5,2%, sous l'effet des prix alimentaires, qui ont augmenté suite aux achats de précaution massifs et aux restrictions de transport destinées à lutter contre la diffusion du coronavirus. A l'heure où le nombre de nouveaux cas recule fortement, le gouvernement lève les mesures de confinement, ce qui, combiné à l'effondrement des prix de l'énergie, devrait modérer l'inflation au cours des prochains mois.

## 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

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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Managers, 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, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

**France** : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 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 Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München 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.



Deuxième trimestre 2020

### A retenir

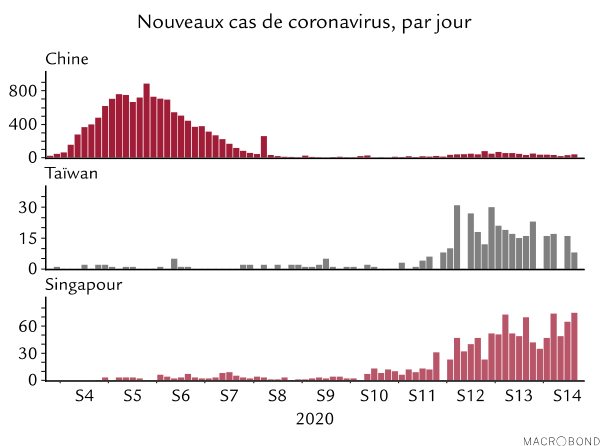
- L'économie chinoise devrait se contracter au premier trimestre. La reprise sera progressive en raison de la faiblesse de la demande extérieure.
- Confinement des marchés émergents et demande extérieure déprimée face aux cas croissants de coronavirus.
- La chute du cours du baril aggrave la situation en asséchant les revenus des pays exportateurs de pétrole.

### En un chiffre

1/3

Un tiers de la population mondiale est confinée. Le 24 mars, le Premier ministre Narendra Modi a ordonné aux 1,3 milliard d'Indiens de rester chez eux, instaurant ainsi le plus vaste confinement pour cause de coronavirus. Certains pays optent pour une quarantaine stricte, d'autres pour des recommandations non contraignantes, des interdictions de voyager ou des fermetures de magasins. Même si le confinement est lourd de conséquences pour l'économie en raison du choc de l'offre ainsi créé, il s'impose pour freiner la contagion et résoudre cette crise sanitaire mondiale.

### En un graphique

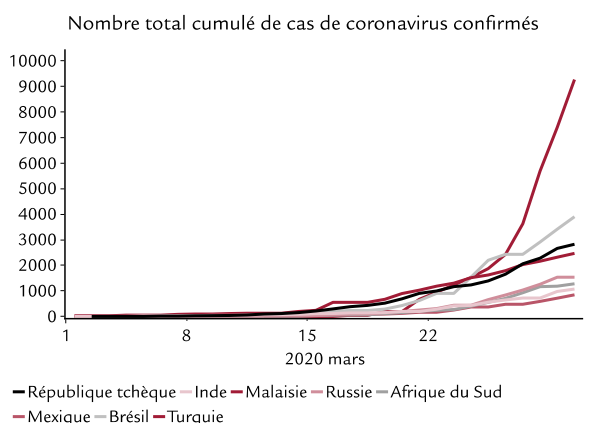


Les pays qui avaient réussi à endiguer rapidement la propagation du coronavirus, comme Taïwan ou Singapour, font face à une nouvelle vague de contaminations due aux voyageurs qui ramènent le virus en Asie. La plupart des nouveaux cas repartis récemment à la hausse en Chine sont également importés et laissent craindre une résurgence de l'épidémie. Face à ce risque, ces pays pourraient reprendre des mesures de confinement, ce qui affecterait durablement l'économie et ouvrirait une période de récession plus sévère.

## Le coronavirus menace le monde émergent

Le coronavirus se répand rapidement sur la planète, avec plus de 170 pays concernés. L'Europe et les Etats-Unis sont déjà très affectés et les pays émergents ne sont pas épargnés. Tant sur le plan sanitaire qu'économique, la menace du virus est encore plus sévère pour ces derniers, dont les systèmes de santé insuffisants, couplés aux lacunes de la prévention sanitaire des infections, supposent un risque de crise humanitaire. Cette faiblesse institutionnelle signifie que des mesures de confinement strictes s'imposent, éventuellement sur une longue durée. Un grand nombre de pays émergents ont déjà mis en place différentes formes de confinement pour limiter le nombre de nouveaux cas. L'Inde vient d'instaurer le plus vaste de la planète en cessant quasiment toute activité économique à l'exception des services essentiels comme les supermarchés ou les pharmacies. L'Afrique du Sud a fait de même. En revanche, les gouvernements populistes du Brésil ou du Mexique minimisent le danger et répugnent à déclarer des mesures de confinement nationales, ouvrant la porte à une flambée de contaminations qui ne tarderait pas à submerger des systèmes de santé démunis. En outre, le télétravail n'est souvent pas envisageable dans ces pays faute d'équipements (ordinateurs portables...). A l'heure actuelle, l'ampleur des conséquences économiques est totalement inconnue puisqu'elle dépendra de la durée du confinement. Toutefois, puisque la contagion ne peut être endiguée qu'en stoppant brutalement toute activité en raison de l'indispensable « distanciation sociale », on peut s'attendre à des répercussions dramatiques, avec l'entrée en récession de plusieurs grands marchés émergents.

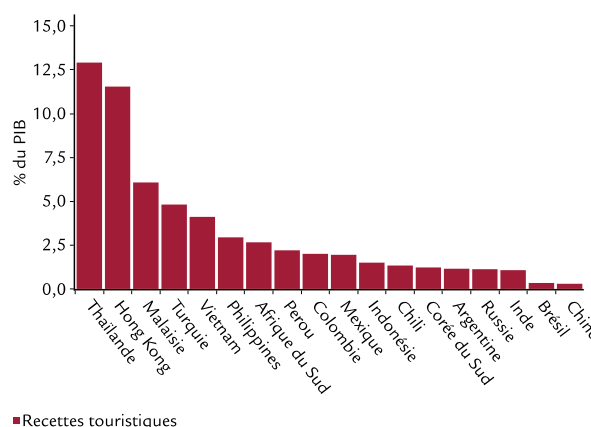
Graphique 1 : La hausse des cas de coronavirus commence tout juste dans les pays émergents



## La faible demande extérieure pèse sur la croissance de ces pays

En affectant l'économie mondiale, la pandémie touche la demande et les chaînes d'approvisionnement. Or, les marchés émergents sont les plus exposés à une chute de l'activité internationale. Nombre d'entre eux produisent largement pour l'export et la récession mondiale laisse prévoir une demande atone sur les biens concernés cette année. Ils sont en outre souvent très exposés au tourisme étranger et commencent à ressentir les effets des restrictions de déplacement récemment imposées dans une bonne partie du monde, et de la chute libre des pratiques de loisir associées. Ce chiffre d'affaires est sans doute perdu pour de bon et les économies dépendantes du tourisme comme la Thaïlande, Hong Kong, la Malaisie ou le Vietnam ne pourront compenser qu'en partie la perte de production quand la situation se normalisera. Dans ce double contexte négatif de demande extérieure au point mort et de confinements nationaux, les pays émergents prennent des mesures budgétaires et monétaires inédites face à une menace sans précédent. Nombre de banques centrales ont ainsi fortement réduit leurs taux d'intérêt cette semaine, par exemple de 50 points de base (pb) au Brésil et au Mexique, de 75 pb en Inde, et même de 100 pb en Afrique du Sud et en Turquie. Le soutien budgétaire augmente en parallèle : l'Inde a annoncé un plan de relance de 1 700 milliards de roupies (1% du PIB) pour venir en aide à plus de 800 millions de personnes, la Corée du Sud a porté l'encours de son fonds d'urgence à 83 milliards de dollars (6% du PIB) pour soutenir les entreprises touchées par le coronavirus, la Malaisie a annoncé 58 milliards de dollars (15% du PIB) d'aides économiques et le Brésil versera une aide à 38 millions de travailleurs informels. Comme ces mesures viennent

Graphique 2 : Les pays dépendants du tourisme souffrent de la fermeture des frontières



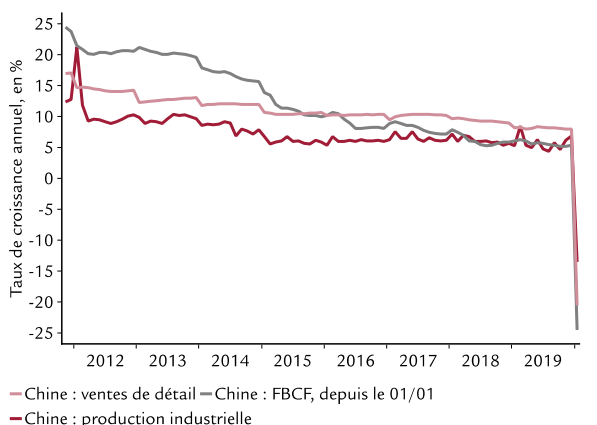


fragiliser encore davantage les fondamentaux de ces pays, les sorties de capitaux devraient se multiplier. L'Afrique du Sud a déjà perdu sa note de crédit de catégorie Investissement suite à la détérioration de ses finances publiques, et d'autres dégradations d'émetteurs émergents pourraient suivre. Les flux sortants de capitaux pénalisent en particulier les pays très dépendants des financements externes pour couvrir leur déficit courant et rembourser leur dette extérieure.

## Forte contraction de l'économie chinoise au premier trimestre

L'économie chinoise a cruellement souffert des mesures de confinement drastiques destinées à lutter contre la contagion, qui ont paralysé l'activité. Tous les indicateurs économiques sont tombés à des niveaux jamais vus : -24,5% pour la FBCF, -13,5% pour la production industrielle et -20,5% pour les ventes de détail en janvier et en février en glissement annuel. Les chiffres dénotent un effondrement de l'activité en février, qui débouchera sur une contraction substantielle au premier trimestre, d'où la révision en baisse considérable de notre estimation de PIB 2020 de 5,4% à 3,8%. Alors que les nouveaux cas de coronavirus se raréfient, voire disparaissent, le gouvernement lève les mesures de confinement et recommence à se préoccuper de la croissance. Les indicateurs à haute fréquence tels que la consommation de charbon, qui donne une bonne idée de la production industrielle, ne cessent de s'améliorer. Toutefois, la reprise de la consommation reste lente, comme le montraient des ventes hebdomadaires d'automobiles toujours déprimées. Une nouvelle hausse du chômage pourrait freiner la consommation cette année, sans compter que la propagation rapide du coronavirus en-

Graphique 3 : Chute des indicateurs conjoncturels chinois à des plus-bas historiques

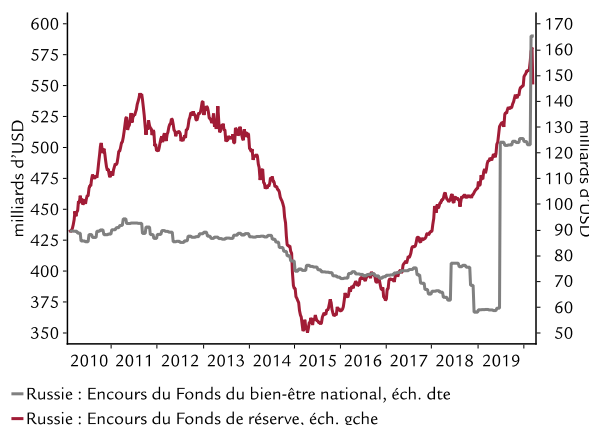


traîne une récession mondiale qui réduit la demande de produits chinois. Nous tablons donc sur une reprise seulement graduelle de l'économie du pays au deuxième trimestre, ce qui incitera sans doute Pékin à augmenter son soutien monétaire et budgétaire à l'activité, via une nouvelle baisse des taux et des investissements accrus dans les infrastructures pour des projets bien spécifiques, comme le réseau 5G ou le système de santé.

## L'effondrement du baril entrave encore plus la croissance

Le pétrole est à son plus-bas en 17 ans, dans un contexte de demande mondiale réprimée par le coronavirus, couplée à une guerre des prix entre l'Arabie Saoudite et la Russie, qui n'ont pas réussi à s'entendre sur des baisses plus marquées de la production qui soutiendraient les cours. La demande devant rester atone, ceux-ci ne devraient pas se redresser. De plus, rien ne presse les deux pays de trouver un accord concernant les baisses de production : les coûts d'extraction saoudiens sont inférieurs au cours actuel du baril et la Russie s'est constitué de vastes réserves, dont un fonds du bien-être national, qui peut servir à compenser l'érosion des revenus pétroliers. L'effondrement des cours touchera immédiatement les producteurs d'or noir comme la Colombie, le Mexique, le Brésil ou les pays moyen-orientaux, dont la chute des revenus pétroliers plombe les finances publiques. En outre, un choc de confiance déprécie les monnaies concernées, d'où une hausse de l'inflation et donc une diminution des recettes réelles. Ajoutons que les importateurs de pétrole comme l'Inde, la Thaïlande ou la Corée du Sud profiteront peu de la situation, puisque la majorité des ménages sont assignés à résidence pour raisons sanitaires.

Graphique 4 : Hausse des réserves de la Russie pour contrer la volatilité des cours du pétrole



## 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

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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Managers, 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, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

**France** : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 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 Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München 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.

Avril 2020

## Taux d'intérêt & obligations

Le mois de tous les superlatifs

### Etats-Unis

- Avec le déploiement de la crise du coronavirus arrivent ses premiers effets conjoncturels : nombre record de premières inscriptions au chômage et effondrement des indicateurs de sentiment économique.
- La Fed a réduit son taux directeur de 150 points de base et annoncé un programme de rachat d'actifs illimité, tandis que le gouvernement validait un plan de relance budgétaire de 2000 milliards de dollars.

### Zone euro

- La courbe exponentielle des nouveaux cas a contraint les gouvernements à des mesures de confinement strict. Sans surprise, l'activité est en chute libre et la plupart des indicateurs dénotent une récession.
- Des plans de relance budgétaire doivent atténuer les dégâts économiques de la pandémie, tandis que la forte hausse des achats d'actifs de la BCE, à des conditions assouplies, a évité jusqu'ici une explosion des écarts de crédit des émetteurs périphériques.

### Royaume-Uni

- Les nouveaux cas devraient s'envoler ces prochaines semaines du fait d'une mise en œuvre tardive des mesures de confinement.
- La Banque d'Angleterre a baissé ses taux de 65 points de base et lancé un programme d'achat d'obligations de 200 milliards de livres.

### Suisse

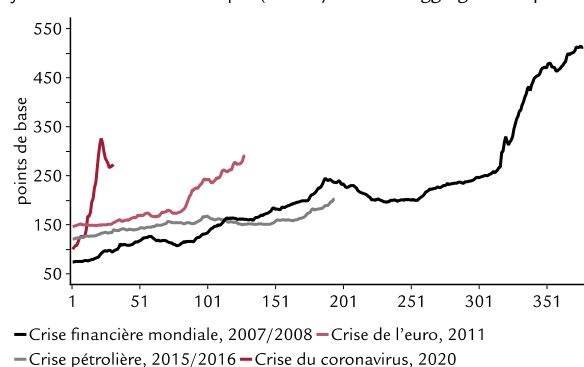
- Le taux d'infection par habitant est l'un des plus élevés et l'économie va sans doute beaucoup souffrir.
- La BNS n'a pas annoncé de mesures exceptionnelles en dehors des interventions sur le marché des changes, mais le gouvernement garantit les prêts aux entreprises et étend la portée du chômage partiel.

### Japon

- La contagion semble mieux maîtrisée qu'ailleurs mais l'économie se contractera fortement en 2020.
- Si la Banque du Japon a laissé ses taux inchangés, elle a augmenté ses achats d'ETF sur actions.

### Une récession brutale

Elargissement des écarts de crédit pendant les crises : nombre de jours entre le début et le pic (Barclays Global Aggregate Corporate)



MACROBOND

Les récessions frappent d'habitude les marchés financiers par surprise, et c'est le cas cette fois-ci. En revanche, la vitesse de la correction est sans précédent, les actions, les obligations d'entreprise et même l'or faisant tous l'objet de ventes massives, les investisseurs cherchant tous des liquidités pour financer les retraits et les appels de marge. La pénurie de liquidités a entraîné une forte distorsion des marchés. Même les emprunts d'Etat refuges ont été touchés, les investisseurs tentant de vendre ce qu'ils pouvaient, sans pouvoir se permettre de choisir. Ce n'est qu'après l'ouverture des vannes des banques centrales que la volatilité est retombée et que les marchés ont repris un cours normal. En mars, les écarts de crédit en euros et en dollars se sont creusés de respectivement 125 et 150 points de base, avec des rendements totaux mensuels très négatifs de -6,9% et -7,1%. Même si nous tablons *in fine* sur une reprise conjoncturelle en U des marchés développés au second semestre, les trois prochains mois resteront agités et incertains. Nous conservons donc notre position défensive au sein du crédit, préférant les secteurs comme les services aux collectivités ou les télécommunications, en restant à l'écart des biens de consommation cycliques et des financières. Nous conservons également une légère surpondération sur la duration.

## Actions

La volatilité n'est pas près de se dissiper

### Etats-Unis

- Les perspectives économiques se sont sérieusement dégradées aux Etats-Unis, devenus l'épicentre de la pandémie. Si les nouvelles infections se stabilisent en Europe, la courbe des nouveaux cas américains reste exponentielle.
- La riposte budgétaire impressionnante, avec un plan de 2000 milliards de dollars, a contribué à calmer le marché d'actions fin mars, mais le taux de chômage devrait s'envoler à 10-15% en avril et mai en l'absence de dispositif de chômage partiel à l'échelle nationale.
- Face à ces sombres perspectives à court terme, Wall Street ne devrait pas surperformer dans l'immédiat et nous passons à une position neutre sur ce marché.

### Zone euro

- Le confinement généralisé de la zone euro entraînera une sévère récession au premier semestre. Les cours des actions ont perdu 20% en mars. En Italie et en Espagne, deux pays particulièrement touchés par l'épidémie, les marchés ont sous-performé.
- On ignore encore quand la situation commencera à se normaliser, mais au moins le nombre de nouveaux cas semble se stabiliser. Nous pensons que la performance des actions de l'UEM sera au moins égale à la moyenne mondiale.

### Royaume-Uni

- La stratégie de l'immunité collective a été abandonnée et le pays a adopté, avec retard, des mesures de confinement aussi strictes que sur le continent.
- Il faudra donc peut-être plus de temps pour juguler l'épidémie au Royaume-Uni, et les actions britanniques devraient selon nous continuer de sous-performer ces prochains mois, malgré des valorisations et un rendement des dividendes attrayants.

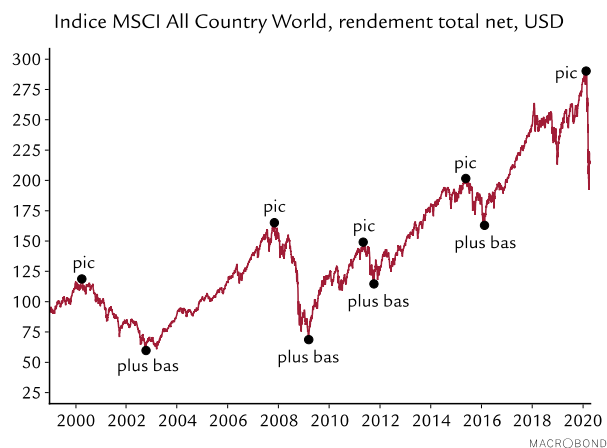
### Suisse

- Grâce à leur caractère défensif, les actions suisses surperforment nettement la moyenne mondiale depuis le début de l'année.
- La forte incertitude ambiante ne devrait pas changer cette situation pour le moment.

### Japon

- Jusqu'ici, le Japon a mieux résisté à la pandémie que les autres marchés développés. Il profite en outre de la reprise actuelle de l'économie chinoise.
- En conséquence, les actions japonaises ont surperformé en mars.

### Des hauts et des bas. A quand la remontée ?



La pandémie de coronavirus a causé l'une des corrections boursières les plus rapides de l'histoire, ainsi qu'un pic de volatilité inédit depuis la crise financière mondiale. Alors que les statistiques économiques commencent tout juste à refléter la récession, les investisseurs se demandent déjà s'ils doivent se renforcer sur les actions ; ce n'est pas étonnant puisque les marchés se redressent généralement bien avant les statistiques économiques. Nous avons fixé quelques conditions à une attitude plus optimiste. Premièrement, des mesures crédibles pour contenir la pandémie. Si le Royaume-Uni et les Etats-Unis ont agi tardivement, le confinement est aujourd'hui en place presque partout. Deuxièmement, des mesures monétaires et budgétaires ciblées pour modérer les répercussions économiques. Ce critère-là est rempli : le plan de relance américain fut la dernière pierre en date, et le premier facteur de stabilisation des marchés d'actions en mars. La troisième condition est d'ordre médical. La courbe doit absolument s'aplatir en Europe et aux Etats-Unis, avant l'instauration d'un système de tests et de traçage qui permettra d'assouplir progressivement les restrictions (sur le modèle de la Chine). Ici, l'incertitude règne à court terme et le risque d'une deuxième vague d'infection en Asie n'est pas encore écarté. Nous pensons donc que la volatilité restera importante et maintenons notre sous-pondération sur les actions pour le mois qui vient. Les investisseurs de long terme pourraient toutefois vouloir dépasser ce flou immédiat. Ces 20 dernières années, les actions ont connu quelques chutes marquées (graphique) qui ont toutes un point commun : à long terme, les indices se sont toujours redressés jusqu'à dépasser leurs pics d'avant la crise. Nous ne voyons pas pourquoi la crise du coronavirus ferait exception.

## Devises

Prudence sur l'USD avec un portage moins avantageux

### Etats-Unis

- L'USD s'est montré exceptionnellement volatil en mars. La baisse de taux décidée en urgence par la Réserve fédérale l'a desservi jusqu'en début de mois avant que les problèmes de financement en USD ne le fassent remonter temporairement.
- La forte réduction des taux de la Fed a réduit l'avantage des taux d'intérêt américains, ce qui explique principalement que nous soyons passés à une position tactique négative sur l'USD.

### Zone euro

- Après des fluctuations marquées, l'EUR/USD a fini le mois de mars exactement à son point de départ.
- Nous devenons haussiers sur l'EUR/USD pour les trois prochains mois. Outre l'érosion de l'écart de taux d'intérêt, les dynamiques associées au coronavirus se sont également retournées, avec des perspectives plus sombres aux Etats-Unis, où les nouveaux cas se multiplient, tandis que les nouvelles infections se stabilisent en Europe.

### Royaume-Uni

- En mars, la GBP a perdu temporairement presque 13% face à l'USD, sous l'effet de la chute du baril, de l'aggravation de l'épidémie de coronavirus au Royaume-Uni et de l'annonce d'un plan de relance budgétaire massif alors que le pays accuse un déficit courant chronique.
- Même si la GBP allait déjà un peu mieux fin mars, nous pensons qu'elle peut encore s'apprécier en raison de notre vision baissière à court terme sur l'USD.

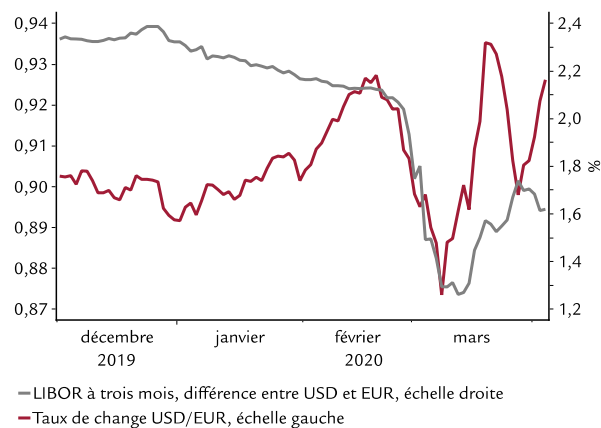
### Suisse

- En mars, le CHF subissait toujours une pression à la hausse par rapport à l'EUR.
- Nous pensons que les interventions continues de la BNS limitent le risque de baisse de l'EUR/CHF.

### Japon

- Comme les autres devises, le JPY a beaucoup fluctué face à l'USD en mars. Sa progression depuis début janvier est toutefois étonnamment modeste compte tenu des bouleversements des marchés financiers.
- Dans la logique de notre prudence généralisée envers le billet vert pour les trois prochains mois, nous passons à la baisse sur l'USD/JPY.

### Les problèmes de financement ont fait bondir l'USD en mars



De 2017 à 2019, la volatilité implicite des marchés des changes n'avait cessé de reculer, avant d'atteindre un plus-bas de plusieurs années mi-février 2020. Même lorsque les actifs risqués ont pâti d'une forte incertitude (comme fin 2008), les marchés des changes sont restés étonnamment sereins. L'épidémie de coronavirus a brutalement changé la donne. Depuis mi-février, la volatilité implicite a bondi et l'USD, en particulier, a considérablement fluctué. Le premier choc sur les marchés est venu des deux décisions d'urgence de la Réserve fédérale, qui a réduit ses taux directeurs quasiment à zéro, réduisant ainsi, voire supprimant, l'avantage de détenir du billet vert par rapport à d'autres grandes devises. La dépréciation de l'USD qui a suivi fut rapidement effacée par les problèmes de liquidité sur le marché monétaire en dollars, qui ont creusé les écarts de taux d'intérêt sur les marchés non garantis (LIBOR) et entraîné une appréciation généralisée de la monnaie américaine. L'action coordonnée des banques centrales a résolu ce problème du financement en USD et nous pensons que le moindre intérêt du portage en USD perdurera au cours des trois prochains mois. Nous sommes donc devenus baissiers sur l'USD face à l'EUR, au CHF, à la GBP et au JPY. En outre, l'économie américaine est aujourd'hui durement touchée par le coronavirus, qui pourrait altérer le statut de monnaie refuge de l'USD par rapport au CHF ou au JPY (la courbe des nouveaux cas s'aplatit déjà en Suisse et au Japon). Après une pression à la hausse en mars, surtout face à l'EUR, le CHF devrait rester tendu tant que les perspectives économiques seront incertaines. Les interventions de la Banque nationale suisse devraient toutefois modérer son appréciation.

## Swiss Life Asset Managers



**Marc Brütsch**  
**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](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, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

**France** : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 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 Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München 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.



Avril 2020 – Third-Party Asset Management

## Allocation d'actifs

De nombreux nuages obscurcissent encore le ciel

### Résumé

- Les risques pour les marchés d'actions que nous mentionnions dans notre édition de février se sont tous matérialisés en mars.
- L'incertitude devrait rester très élevée. A court terme, nous attendons une majorité de mauvaises nouvelles concernant la pandémie de coronavirus et ses conséquences économiques.
- Nous tablons donc toujours sur des marchés d'actions et du crédit déprimés ces prochaines semaines, avant qu'une reprise ne s'installe.

### Taux d'intérêt et obligations

- Après la baisse des taux directeurs de la Fed, les rendements des bons du Trésor ont reculé, de presque 1,2% à environ 0,5%. Les mesures de la BCE ont moins influencé les *Bunds* allemands mais réussi à comprimer les rendements des emprunts d'Etat espagnols et italiens. Les emprunts de la Confédération suisse à 10 ans ont eu un comportement atypique, en montant à -0,3% avant de revenir à -0,4%, reflet de l'impact de la pandémie sur les finances publiques et de la faible liquidité de ce marché.
- La liquidité s'améliore pour la dette d'entreprises et le haut rendement, même si le marché reste perturbé. Nous doutons que les écarts de crédit, déjà importants malgré un léger resserrement récent, ne reflètent vraiment l'incertitude totale actuelle. Ils devraient donc encore croître à court terme avant de retomber à des niveaux plus normaux.

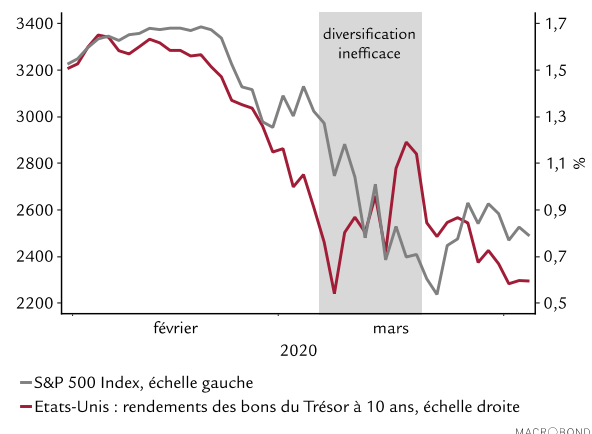
### Actions

- La remontée de soulagement des cours s'est essoufflée maintenant que les investisseurs font face à des risques médicaux contre lesquels les politiques ne peuvent pas grand-chose. La volatilité devrait donc augmenter à court terme. L'ampleur de la correction a toutefois créé de la valeur, ce qui alimentera une reprise plus durable une fois que le pic de l'épidémie aura été atteint.

### Implications pour notre portefeuille

- Nous avons adopté une allocation d'actifs prudente en actions et en obligations, qui a amorti l'effet négatif de la crise sur nos portefeuilles.
- Les nombreuses incertitudes actuelles nous incitent à maintenir ce positionnement défensif, mais nous sommes prêts à accroître notre exposition aux actifs risqués quand nous commencerons à atteindre certains critères.

### Le marché monétaire, seul refuge en mars



Les investisseurs sont habitués à voir chuter les rendements des bons du Trésor américain, des *Bunds* allemands ou des obligations de la Confédération suisse (« valeurs refuges ») quand les actifs risqués souffrent. Il était donc très déroutant de voir les rendements monter lors des ventes massives d'actions mi-mars. La diversification est-elle donc devenue inefficace ? Non. Ce comportement atypique en cette phase critique représentait avant tout une fuite vers la liquidité. Pressés par les appels de marge et le besoin général de préserver la liquidité, les acteurs du marché ont vendu leurs actifs les plus sûrs et les plus liquides, les autres étant plus difficiles à céder et, malgré tout, au prix de lourdes pertes. La situation s'est améliorée depuis, avec l'aide des banques centrales.

## 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](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, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

**France** : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 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 Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München 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.