Mars 2020

Insights

Real Estate

SwissLife Asset Managers

C’est le moment d’investir –

Les raisons de la rapide expansion du marché résidentiel au Royaume-Uni

Saine diversité en Suisse –

Les offres surprenantes des propriétaires institutionnels

Essor du secteur logistique allemand –

De nouvelles opportunités émergent d’une pénurie de sites commerciaux

Sommaire

3
La forteresse immobilière
Malgré les disparités régionales, la croissance se poursuit dans la zone euro, et l'immobilier s'adapte aux perspectives économiques.

4
La nouvelle « City » ?
Paris détrône Londres en tant que destination n.1 d'investissement, et serait prisée pour son « innovation » !

6
La logistique, un secteur à part
L'Allemagne dispose de peu de sites logistiques : comment surmonter ce problème ?

8
Bureaucratie helvétique
Le manque de logements semble nécessiter une réglementation gouvernementale, mais le marché est-il plus complexe que les chiffres le laissent entendre ?

10
Royaume-Uni : pourquoi acheter maintenant ?
Nation traditionnelle de propriétaires, le Royaume-Uni connaît une croissance exponentielle des logements en location.

Editorial

Chers lecteurs,

La nouvelle décennie étant entamée depuis plusieurs mois, l'heure est venue de tirer un premier bilan et de se pencher sur l'avenir. Pour beaucoup, les mois à venir peuvent sembler incertains. Nous avons toutefois bon espoir que la dynamique du marché immobilier européen crée de vastes opportunités pour les investisseurs et instaure un optimisme financier. Dans le secteur immobilier aussi, il est essentiel de s'appuyer sur l'expérience et une bonne stratégie pour traverser les périodes difficiles.

Dans ce numéro, chacune des thématiques que nous abordons est mise en relation avec des solutions particulières. Nos perspectives économiques soulignent le statut de valeur refuge de l'immobilier en tant qu'investissement dans des conditions incertaines de marché. Nous analysons aussi les besoins d'accroissement de l'offre de sites non résidentiels en Allemagne, l'émergence de la logistique en tant que classe d'actifs, et les évolutions nécessaires. Parallèlement, au Royaume-Uni et en France, des changements se préparent à l'heure où Paris et Londres luttent pour le titre de destination incontournable des investisseurs immobiliers, avec à la clé la promesse d'opportunités à long terme en matière d'innovation. Enfin, nous verrons comment, en ces temps de hausses des loyers en Suisse, les logements détenus par des institutionnels pourraient constituer une solution afin de disposer de modèles de location durables pour l'avenir.

Je vous souhaite une bonne lecture de ce numéro d'Insights.

Stefan Mächler
Group Chief Investment Officer Swiss Life

Rester à l'affût des réglementations

Une politique transatlantique incertaine influe encore sur les perspectives économiques. Par la hausse des réglementations, la politique pèse de plus en plus sur les marchés immobiliers. Si les investisseurs restent exigeants, ils doivent aussi se montrer à la hauteur des défis économiques et politiques.

Francesca Boucard, Senior Economist Real Estate, Swiss Life Asset Managers

Incertitude politique, ralentissement des économies et persistance des taux bas: les sujets discutés en 2019 sont longtemps restés d'actualité en 2020. Les élections présidentielles américaines ont investi le devant de la scène, tout comme le conflit commercial avec la Chine. Pour la zone euro, nous tablons sur une croissance de l'économie de 0,9%, légèrement inférieure aux prévisions du consensus de 1,0%. C'est un peu plus que ce qui était prévu.

L'activité économique intérieure reste déprimée, même si en 2020, les impulsions fiscales devraient dépasser 2019 dans la zone euro. Contrairement à 2010 ou 2017, il est peu probable que la demande des marchés émergents aide à redresser l'économie européenne. Selon nous, les taux de croissance ne devraient remonter que progressivement jusqu'à 2021.

Même après vingt ans de politique monétaire commune, il semble presque impossible de décrire un seul scénario dans la zone euro. Tandis que l'Allemagne faisait face à des craintes de récession technique en 2019, la performance de la France se révélait relativement solide, et cette tendance devrait se renouveler en 2020. La différence entre les deux géants illustre les diverses dépendances des pays vis-à-vis des exportations: la France et les Pays-Bas ont bénéficié d'une même demande intérieure forte tandis que l'Allemagne, l'Autriche et la Finlande ont ressenti le changement au niveau du commerce mondial.

Des différences sont également apparues sur les marchés immobiliers. Au troisième trimestre 2019, Paris a de peu dépassé Londres en tant que plus grand marché d'investissement dans les surfaces de bureaux, traduisant l'attentisme des investisseurs au Royaume-Uni. Cela démontre également la corrélation entre l'économie et les marchés immobiliers, pour laquelle nous suivons de près les changements de situation dans le cadre du ralentissement de l'économie mondiale.

Pourtant, les taux restent faibles, limitant les solutions d'investissement et incitant les investisseurs à acheter de l'immobilier. Le manque d'offre devrait maintenir le volume des transactions à un niveau modéré. Dans le même temps, la forte demande des investisseurs stabilisera la performance immobilière tandis que la demande des locataires risquera d'être freinée par les évolutions économiques. Sur le marché résidentiel surtout, l'augmentation des réglementations sera l'un des principaux sujets de préoccupation des investisseurs en 2020. A cet égard, la Suisse connaît actuellement quelques initiatives politiques autour des logements plus abordables. L'accessibilité du prix des logements favorise l'essor de la construction dans le secteur des locations au Royaume-Uni, pays traditionnellement dominé par les propriétaires. Si l'urbanisation et l'accessibilité des prix soutiennent le secteur résidentiel, les réglementations pourraient dissuader les investisseurs de construire à des endroits où les gens sont disposés à vivre. Combiné à d'autres changements structurels et politiques, cet état de fait contraindra les investisseurs à ne pas perdre de vue les besoins des locataires. ■

9 janvier 2020

Des taux d'intérêt censés rester bas, selon les prévisions

*SLAM = Swiss Life Asset Managers

Source: Macrobond; Swiss Life Asset Managers

Le marché parisien de bureaux brille sous un arc-en-ciel d'innovations

La persistance des taux bas s'est traduite par une plus forte exposition à l'immobilier. Au vu de sa transparence, de sa taille, de sa liquidité et de ses perspectives, le marché parisien de bureaux est une des principales cibles des investisseurs internationaux.

Beatrice Guedj, Head of Research & Innovation, Swiss Life Asset Managers France

L'environnement de faiblesse persistante des taux d'intérêt a contraint les investisseurs institutionnels mondiaux à accroître leur exposition à l'immobilier. La dernière enquête « Emerging Trends Real Estate 2020 », publiée à l'automne dernier par le Urban Land Institute, montre que les investisseurs resteront des acquéreurs immobiliers nets en 2020 et au-delà.

Le marché des bureaux parisiens reste la destination privilégiée des investisseurs. Les investissements directs étrangers (IDE), généralement un bon indicateur des anticipations des perspectives économiques à moyen terme, ont augmenté de 12% par an depuis 2014. Ils ont atteint près de 32 milliards d'euros en 2018, soit 1,3 fois de plus que leur moyenne depuis 2008. Une grande partie de ces IDE ont ciblé la région de Paris, considérée comme principal moteur de la croissance économique française (avec une contribution de 30% au PIB français), et dotée d'un solide marché du travail. Malgré un ralentissement acté de la zone euro, Paris reste une économie aux solides fondamentaux à long terme. Plus de 3,2 millions de postes y sont concentrés, soit 11,5% de la totalité des postes français. La productivité parisienne est de 100 000 euros par tête, soit le triple de la moyenne nationale, tandis que le taux de chômage y est en moyenne inférieur à 135 pb de moins que le niveau national, et cela sur la dernière décennie. Il est aujourd'hui de 6,7%, contre 8,4% pour l'ensemble de la France.

L'entrée du 104, rue de Richelieu à Paris.

Source : Quadri Fiore Architecture; Swiss Life Asset Managers

Création d'un pôle parisien sous le signe de l'innovation

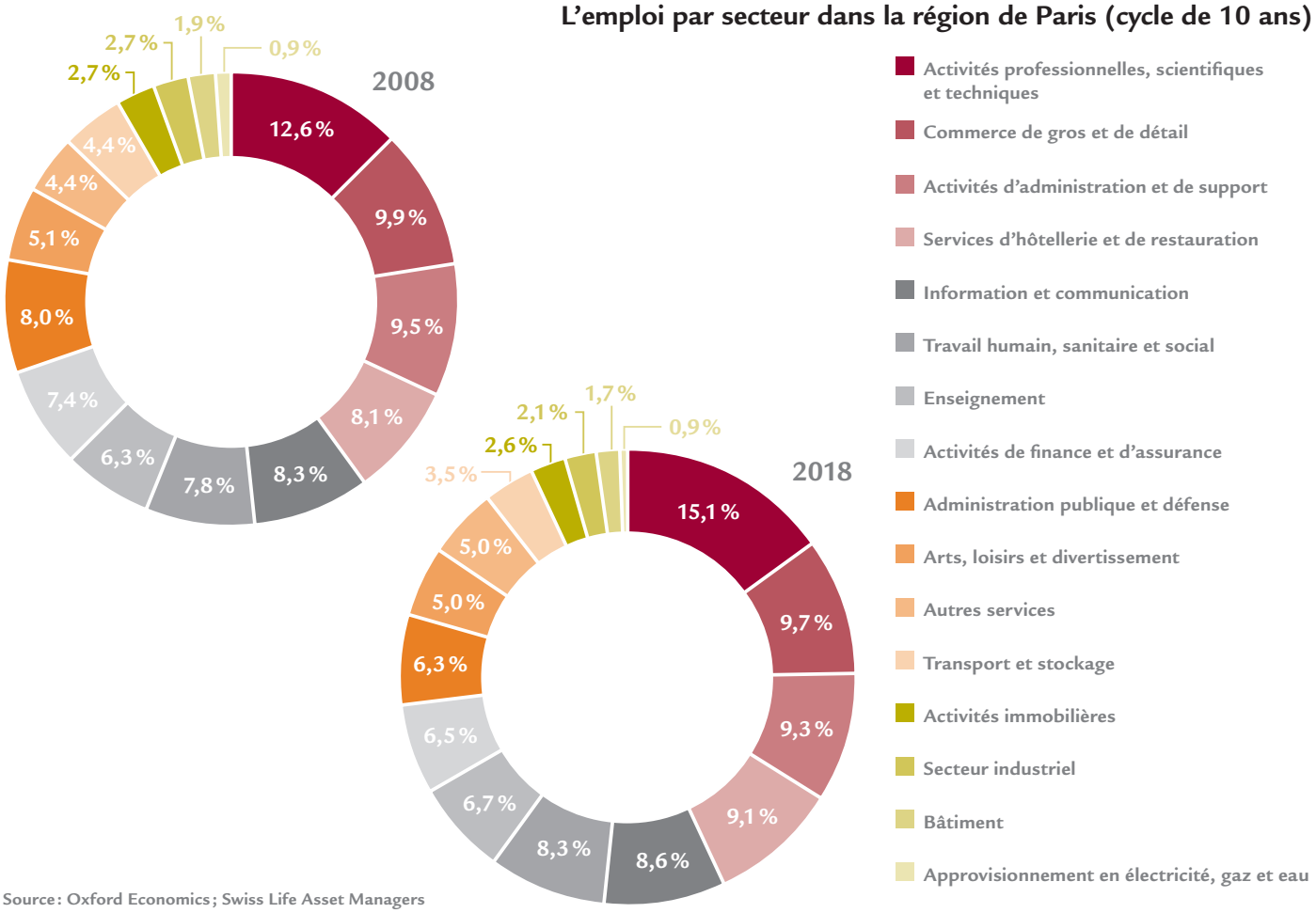
La mégatendance mondiale à la « métropolisation », largement popularisée par le Prix Nobel d'économie Paul Krugman, renforce le statut d'ancrage de l'innovation de Paris. La ville attire systématiquement de nouveaux investissements productifs des entreprises (information, communication et technologie), héberge des centres d'innovation et concentre les travailleurs les plus qualifiés. Ces trois ingrédients sont clés pour une performance à long terme, notamment dans le cadre de la transformation technologique et numérique de toute économie. Paris est ainsi considérée comme une plateforme de l'innovation (numérisation, IA) dont les effets sont perceptibles sur l'ensemble des traditionnels locataires de bureaux (banque, assurance, communication, produits de luxe...). L'innovation au cœur de la capitale parisienne est un gage

de compétitivité et d'efficacité pour les entreprises domestiques et internationales.

C'est dans ce contexte que le marché des bureaux parisiens attire l'appétit des investisseurs, en regard d'une demande locative soutenue. Toujours en 2018, Paris a enregistré un rendement total de 8,1%, contre 6,4% pour l'ensemble du marché des bureaux, avec une forte contribution des rendements locatifs. Le centre de Paris est ainsi synonyme d'économies d'échelle et de croissance de la productivité du travail via l'innovation. L'innovation permet ainsi à d'autres marchés annexes au quartier principal des affaires de renforcer leur position : Google, Facebook et d'autres grands noms de la technologie mondiale ont déplacé leurs sites vers ces nouveaux périmètres pour se rapprocher des start-ups et bénéficier également de synergies avec d'autres grands acteurs. La forte demande a permis une gentrification et un repositionnement de certains actifs. Les loyers sont en hausse et la tendance reste positive. En 2018, le rendement global des bureaux en-dehors du centre d'affaires a atteint près de 8%, au-delà du niveau moyen de 6,6% enregistré par l'ensemble du secteur immobilier. Ce phénomène de gentrification s'est également diffusé aux marchés résidentiels et de commerces. Malgré le ralentissement économique mondial, Paris saura démontrer sa résilience en offrant des rendements attractifs sur l'ensemble des classes d'actifs. ■

« La mégatendance mondiale à la ‹ métropolisation ›, largement popularisée par le Prix Nobel d'économie Paul Krugman, renforce le statut d'ancrage de l'innovation de Paris. »

L'emploi par secteur dans la région de Paris (cycle de 10 ans)



Source : Oxford Economics ; Swiss Life Asset Managers

Les investisseurs peuvent désormais accéder aux biens logistiques

Les biens logistiques se sont clairement imposés en tant que classe d'actifs à part entière dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels. Or, dans les conditions actuelles de marché, l'offre est largement inférieure à la demande des investisseurs. L'une des solutions à ce problème passe par le développement direct de produits par les investisseurs, suivi d'un transfert dans un véhicule d'investissement.

Andri Eglitis, Head Research, Swiss Life Asset Managers Germany

La demande d'espaces logistiques est stimulée par la forte croissance du commerce en ligne, par les détaillants traditionnels basés dans des magasins, mais aussi par le secteur manufacturier et ses prestataires de services logistiques. Ces locataires recherchent des infrastructures modernes de grande ampleur pour le transport national et international à partir de pôles stratégiques. Portés principalement par le commerce en ligne, ces centres de distribution en zones urbaines comprennent de nouveaux types de bâtiments logistiques urbains.

En Allemagne et en Europe, l'augmentation des locataires a été notable ces dernières années, mais la dynamique s'essouffle. JLL, une agence immobilière, a fait état d'une baisse de croissance de 5% au cours des neuf premiers mois de 2019 en Allemagne. Compte tenu de la demande toujours élevée, le manque de disponibilité des espaces constitue un frein, car le nombre de sites à usage logistique est en baisse. Cette pénurie entraîne une hausse des loyers, notamment dans les régions métropolitaines.

Par rapport à ceux d'autres secteurs, les fondamentaux solides des biens logistiques combinés à leurs rendements initiaux importants attisent l'appétit des in-

Source : BEOS AG

Dans ce que l'on appelle le « Dock100 », BEOS AG a conçu un centre de distribution de quelque 13 700 mètres carrés, à partir duquel les quartiers centraux de Berlin sont approvisionnés en l'espace d'une heure.

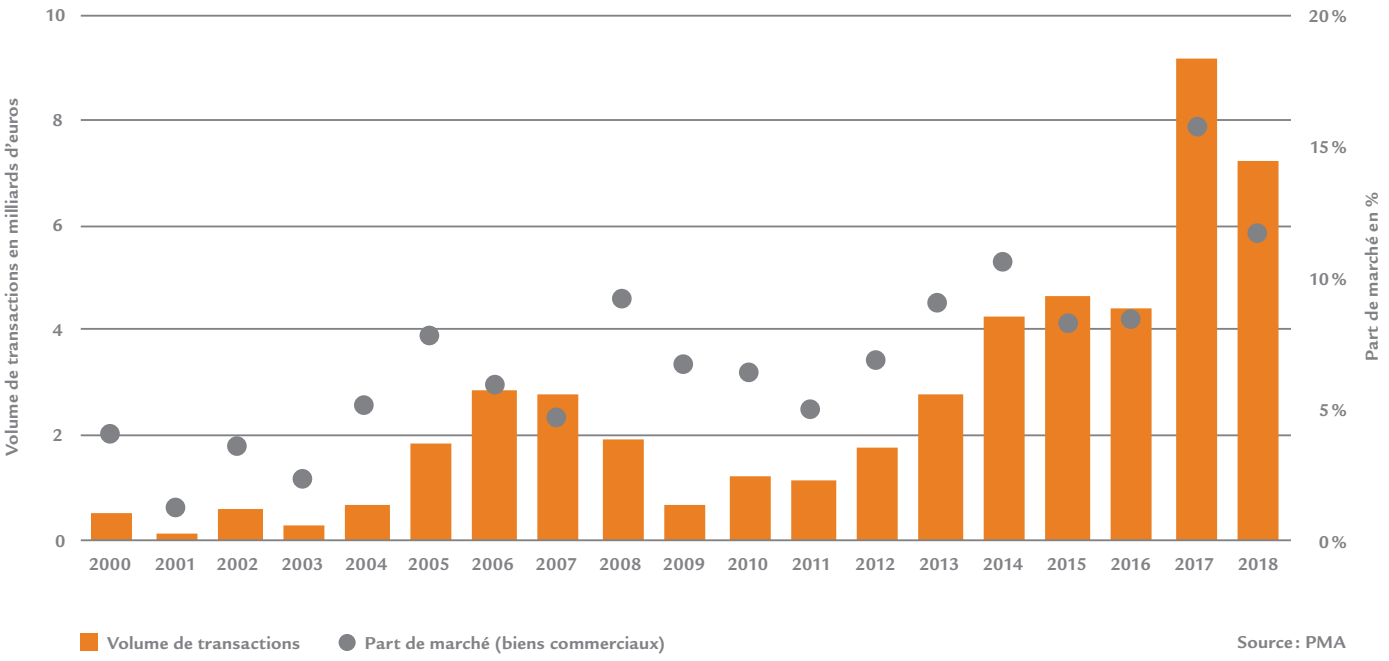
vestisseurs, et les volumes de transactions atteignent des niveaux records. Selon l'analyse de PMA, les volumes de transactions logistiques allemands sont passés de 1,8 milliard d'euros en 2012 à 9,2 milliards d'euros en 2017, mais sont retombés à environ 7,2 milliards d'euros en 2018. Ces chiffres ne reflètent pas un fléchissement de la demande, mais plutôt un manque de produits de qualité. Par conséquent, les rendements initiaux pour des actifs prime dans des régions métropolitaines ont chuté de 40 points de base en moyenne pour osciller autour de 4% courant 2018. Ils ont cédé 20 points de base supplémentaires au cours du premier semestre 2019. Il subsiste toutefois un écart de rendement d'environ 100 points de base avec les bureaux haut de gamme, ce qui explique en partie l'attrait persistant des investissements logistiques.

Les investisseurs tentent de compenser l'insuffisance des produits d'investissement en collaborant étroitement avec des promoteurs. L'acquisition de projets de développement avant leur réalisation dans le cadre d'accords de « forward funding » ou de « joint ventures » est devenue monnaie courante. Cela offre aux promoteurs l'avantage de s'assurer rapidement des terrains à des emplacements stratégiques (« land banking »), terrains par la suite aménagés en fonction des besoins spécifiques des occupants (built-to-suit) ou sur une base spéculative.

Pour les investisseurs, l'étape suivante consiste à mettre en œuvre des projets de développement en interne et à transférer directement les nouveaux produits dans leurs véhicules d'investissement. Cette stratégie génère de l'offre dans un environnement de marché concurrentiel, mais nécessite suffisamment de savoir-faire interne en développement de projets, ce qui ne concerne qu'un petit nombre d'investisseurs. ■

A travers sa filiale allemande BEOS, Swiss Life Asset Managers souhaite étendre ses activités européennes dans le développement de projets et dans les investissements en biens logistiques. BEOS souhaite opérer en tant que centre de compétences pour l'industrie et la logistique. BEOS compte de nombreuses années d'expérience dans l'exploitation de biens immobiliers industriels à usage mixte. La société a par exemple acquis une grande partie du parc industriel de Griesheim à Francfort-sur-le-Main au début de l'année 2020. Le site, racheté dans le cadre d'un bail sur 99 ans, offre 545 000 mètres carrés d'espace à un emplacement central de la région Rhin-Main. Il offre un vaste éventail d'opportunités de développement pour un usage commercial dans les domaines des bureaux, de la recherche et du développement, de la logistique ou de l'industrie.

Volume de transactions logistiques en Allemagne



Source : PMA

La diversité des locations d'appartements par les propriétaires institutionnels

Alors que les taux de vacance restent bas, la demande d'appartements à louer se maintient dans les grandes villes suisses. Contrairement à la croyance populaire les propriétaires institutionnels détiennent une grande diversité d'appartements disponibles, à des prix abordables pour la grande majorité des ménages du pays.

Alfonso Tedeschi, Real Estate Product & Service Manager, Swiss Life Asset Managers

Le boom de la demande rend les responsables politiques suisses plus enclins à réglementer le marché locatif dans leurs villes. De telles demandes posent la question de savoir si, dans sa forme actuelle, le marché immobilier offre un nombre suffisant d'appartements abordables. Selon une analyse, en matière de niveau des loyers et de qualité des biens, les propriétaires institutionnels tels que Swiss Life mettent à disposition un vaste éventail de logements à louer à un prix abordable. Le loyer médian d'un appartement de quatre pièces au sein du portefeuille Swiss Life est de 1400 francs net par mois (espace habitable médian: 96 m²). Les loyers des appartements détenus par des propriétaires institutionnels sont en général abordables. Cela est dû, entre autres, aux dispositions du droit du bail actuel, qui n'autorisent les adaptations de niveau de loyer qu'en cas de modification du taux de référence, ou après des rénovations augmentant la valeur. En comparaison, les loyers demandés sont nettement plus élevés en moyenne, même si cela n'affecte qu'une petite partie des locataires (fluctuation moyenne des loyers: 14% par an).

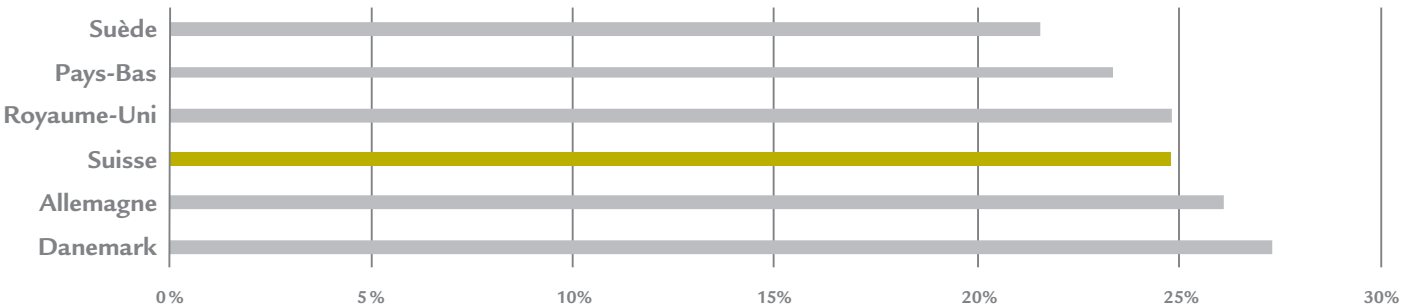
La hausse des revenus, facteur (de coûts) déterminant

En Suisse, la hausse des revenus s'est accompagnée d'un accroissement de l'espace utilisé. Sur la période allant de 1980 à 2018, la surface habitable utilisée par personne est passée de 34 m² à 46 m². En revanche, la part du revenu des ménages allouée aux frais de logement est restée virtuellement inchangée malgré l'amélioration de la qualité des logements. Si l'on se penche sur la situation au-delà des frontières, on constate également que les appartements suisses ne sont pas excessivement chers en comparaison avec le reste du monde. Selon Eurostat, la proportion des revenus allouée aux coûts de logement est de 25%, ce qui signifie que la Suisse se situe au même niveau, voire plus bas, que d'autres pays à hauts revenus tels que l'Allemagne, le Danemark, le Royaume-Uni ou les Pays-Bas.

Plans au sol compacts et densification comme solution

En Suisse, ce sont principalement les mé-

Proportion de revenus disponibles allouée au logement



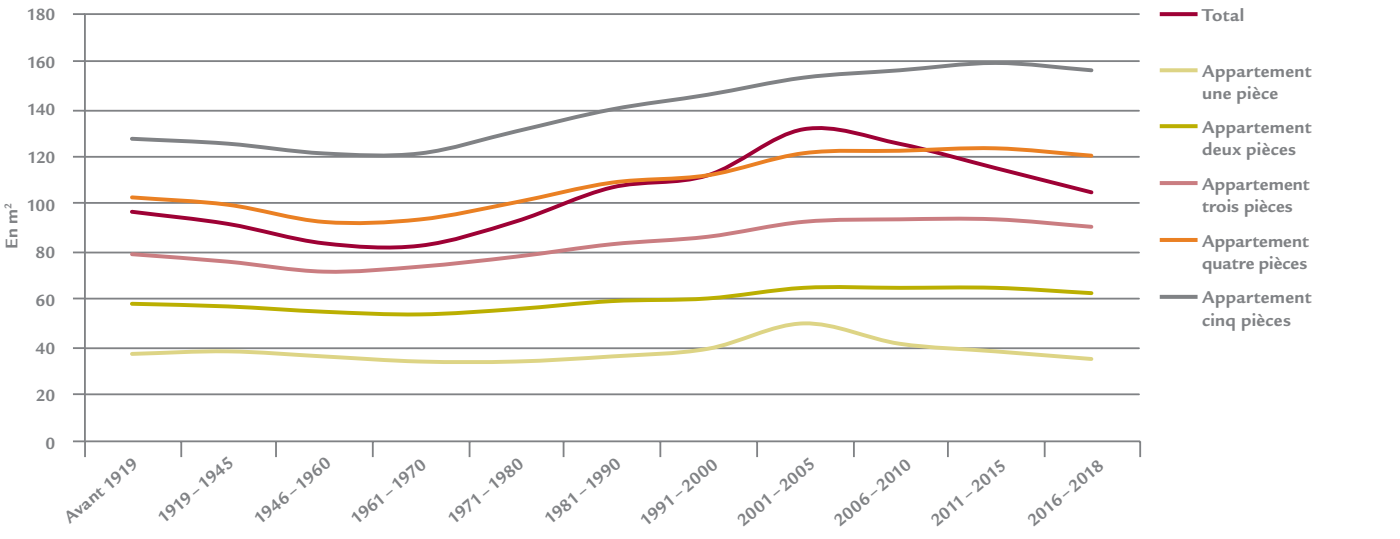
Source: Eurostat; Swiss Life Asset Managers

nages à bas revenus et à une personne qui sont confrontés à des problèmes d'accessibilité des logements. Ce sont ces groupes que cible la construction de logements sociaux. La part de logements sociaux est d'environ 11% dans les villes suisses, et elle atteint 20% à Zurich. Cependant, la mise à disposition de logements abordables ne relève pas du seul ressort du secteur public ou des coopératives. Vu l'état actuel de la demande, les investisseurs institutionnels construisent des appartements encore plus compacts dotés de plans au sol optimisés et de loyers relativement bas. Cette tendance se retrouve dans toute la Suisse à travers la réduction des surfaces par appartement construit depuis 2006.

Les appartements plus petits sont accessibles aux ménages à bas revenus et de petite taille, et ils se louent très facilement. Swiss Life s'engage avec succès dans divers projets de ce secteur d'investissement, notamment parce qu'il offre une possibilité de diversifier le risque du portefeuille immobilier. Une autre façon d'élargir le portefeuille résidentiel consiste à densifier systématiquement les espaces. Cela va dans le sens de la durabilité et crée des espaces résidentiels là où les locataires le souhaitent. A cette fin, une coopération plus stricte et étroite sera nécessaire entre les communes et les promoteurs dans un avenir proche. ■

Avec ses plans au sol efficaces et son style urbain combinés à un prix intéressant, le projet «Stahlgiesserei» de Schaffhouse a tout pour plaire.

Surface moyenne et nombre de pièces par année de construction



Source: Office fédéral de la statistique; Swiss Life Asset Managers

La construction locative britannique éveille l'intérêt des investisseurs

Le secteur britannique de la construction à des fins de location repose sur des fondements sains en raison de l'accroissement démographique, du nombre croissant de ménages locataires et d'une pénurie d'offre. Pour les investisseurs à la recherche de flux de revenus sécurisés, le secteur offre un potentiel de croissance majeur et attire d'importants capitaux.

Tom Duncan, Research, Strategy and Risk, Mayfair Capital Investment Management

Traditionnellement, le Royaume-Uni est un pays de propriétaires, mais les changements structurels poussent davantage de ménages vers le secteur locatif privé. En 2018, 4,5 millions de ménages britanniques étaient locataires, soit une hausse de 1,7 million par rapport à 2008 selon l'office national de la statistique *(graphique 1)*. Les données gouvernementales montrent que le taux de propriété est tombé de 68% en 2008 à 63% en 2018.

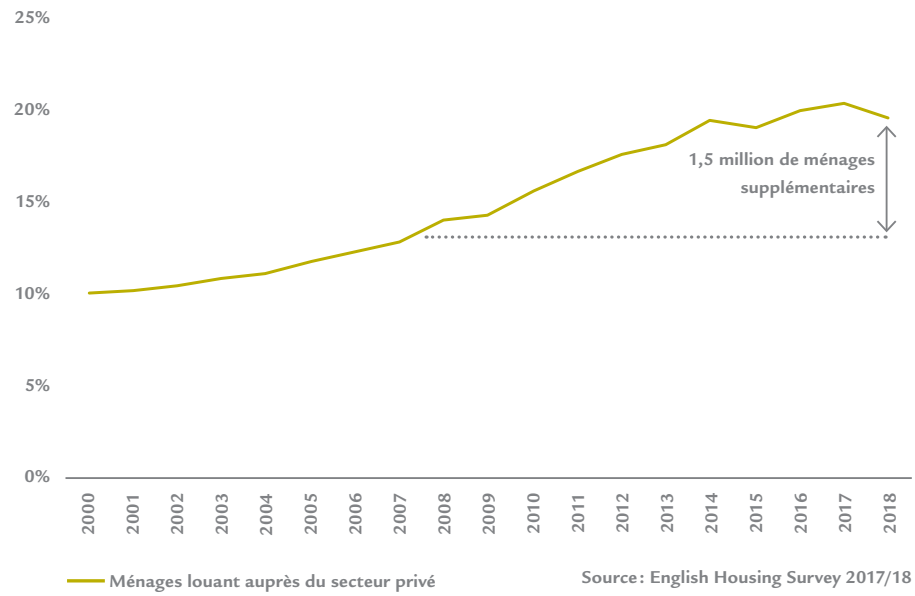
La démographie est peut-être le principal moteur de ce changement, avec une croissance de population rapide, l'urbanisation et la hausse des ménages à une personne alimentant la demande.

Des facteurs à la fois positifs et négatifs

Pendant des décennies, l'offre de nouveaux logements est restée inférieure à la demande, exacerbant les problèmes d'accessibilité des logements. Au troisième trimestre 2019, le ratio entre le prix de biens acquis par des primo-accédants et les revenus de ces derniers était de 5,0 au Royaume-Uni et de 8,9 à Londres, selon Nationwide. Les prix toujours plus inabordables poussent davantage de ménages vers la location. Dans le même temps, certains ménages recherchent un style de vie plus flexible, et la nature mobile du travail moderne rend le secteur locatif privé attrayant. Des facteurs à la fois positifs et négatifs contribuent donc à stimuler la demande pour les produits du secteur locatif privé. Et ces tendances augmentent.

Proportion de ménages anglais dans le secteur locatif privé

La demande pour les locations privées a augmenté ces dix dernières années



Source : English Housing Survey 2017/18

Le secteur locatif privé prêt à être institutionnalisé

Jusqu'à présent, le locatif privé britannique était alimenté par des particuliers ou de petites entreprises qui détenaient quelques dizaines de biens. Mais au vu de son potentiel de croissance à long terme, le secteur britannique de la construction à des fins de location attise désormais tous les intérêts des investisseurs institutionnels, pour lesquels il peut représenter un flux de revenus stable à long terme. Pour les locataires, ce secteur présente une solution gérée de façon professionnelle, avec des produits de grande qualité et une meilleure durée de location garantie. La croissance de ce secteur profite donc à la fois aux locataires et aux investisseurs.

De gros investissements dans le secteur de la construction locative

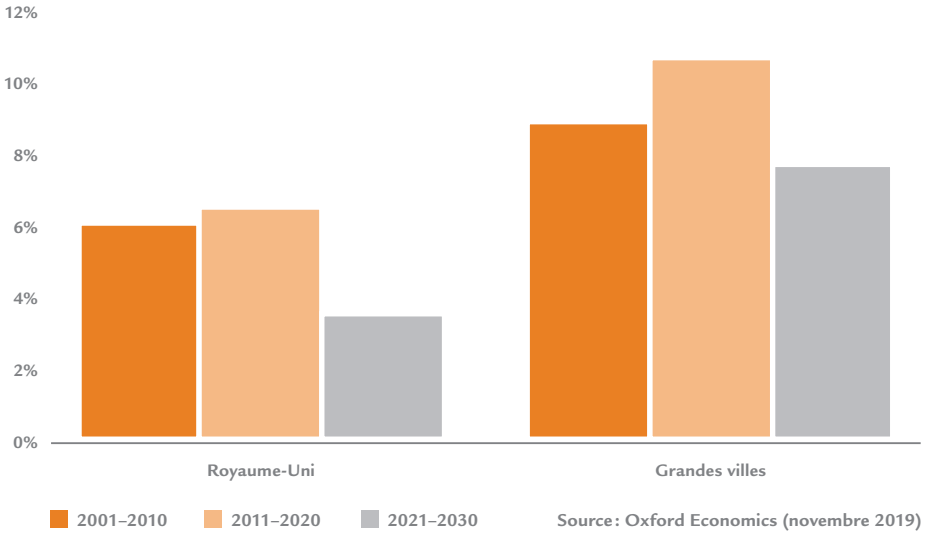
Selon une analyse de CBRE, les investissements dans le secteur de la construction à des fins de location ont avoisiné 1,7 milliard d'euros au total au premier semestre 2019, soit une augmentation de 20% par rapport à 2018. Des recherches réalisées par Savills laissent entendre qu'aujourd'hui, le secteur britannique de la construction à des fins de location englobe 30 400 unités, auxquelles s'ajoutent 110 000 en planification ou en construction, mais que sa capacité est de 1,74 million d'unités à pleine maturité. La future trajectoire de croissance et l'indiscutable soutien de la démographie (avec une croissance de la population significative attendue dans les principales villes britanniques) *(graphique 2)* expliquent pourquoi les investisseurs considèrent le secteur comme si prometteur.

Une sélection soignée requise

Le secteur britannique de la construction à des fins de location est en rapide évolution. Les prestataires britanniques conçoivent des produits dédiés à des groupes démographiques spécifiques. Les modèles de construction à des fins de location ciblant les jeunes professionnels, par exemple, peuvent prévoir des espaces de bureaux flexibles au sein des bâtiments. Les produits destinés aux jeunes familles peuvent quant à eux prévoir des aires de jeux communes et offrir des services de baby-sitting.

Le secteur de la construction à des fins de location fait appel de plus en plus à la construction modulaire, pour laquelle les bâtiments sont construits hors-site. Cela permet de réduire la période de construction et de générer plus rapidement des revenus pour les investisseurs. Les unités standardisées permettent également des réparations et un entretien plus faciles. Au vu de l'éventail de produits disponibles et de la rapidité de l'évolution, les investisseurs doivent veiller à sélectionner les meilleurs produits assortis d'une plateforme de gestion de grande qualité pour tous les emplacements. ■

Prévisions de croissance démographique pour le Royaume-Uni et les villes La croissance démographique est concentrée dans les villes



Source : Oxford Economics (novembre 2019)

Gérés de façon professionnelle, les produits du secteur de la construction à des fins de location sont très intéressants pour les locataires.

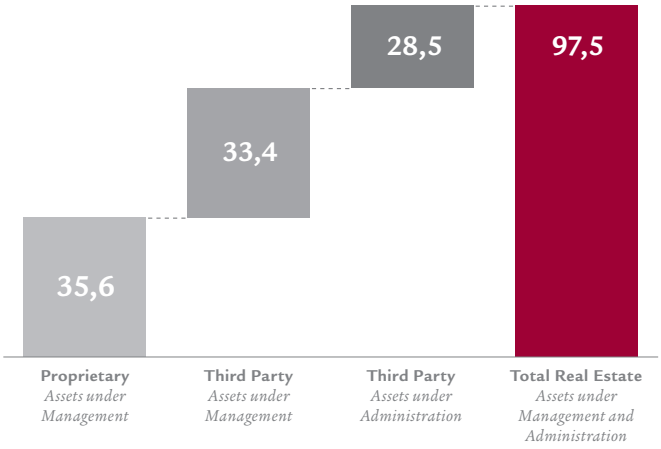
Source : Shutterstock

SwissLife
Asset Managers

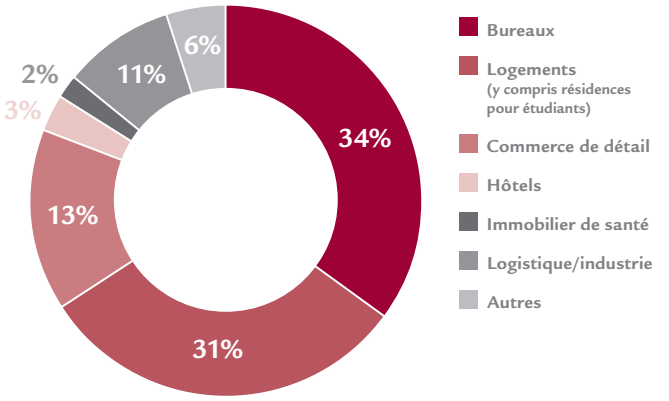
Real estate – Faits et chiffres

Actifs gérés et administrés

(en mds. CHF)



Répartition par catégorie de bien immobilier



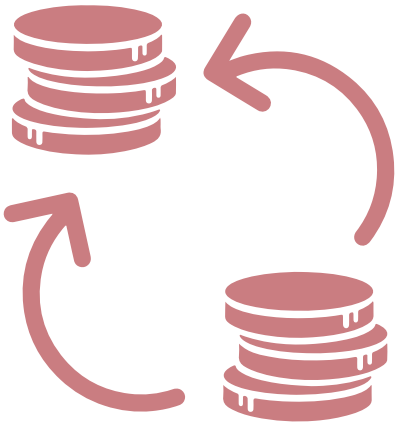
REuM 69,0 mds. CHF

Volume de transactions immobilières

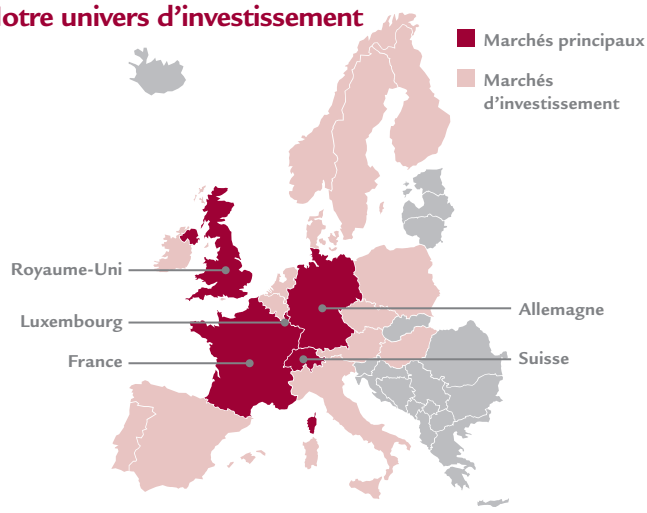
(en mds. CHF)

9,2

(moyenne 2017, 2018, 2019)



Notre univers d'investissement



Tous les chiffres au 31 decembre 2019, sauf indication contraire.

swisslife-am.com • fr.swisslife-am.com • corpussireo.com • livit.ch • mayfaircapital.co.uk • beos.net

Swiss Life Asset Management SA : General-Guisan-Quai 40, P.O. Box, 8022 Zurich, tél. :+41 43 284 33 11, info@swisslife-am.com • **Swiss Life Asset Managers France :** Tour la Marseillaise, 2 bis Boulevard Euroméditerranée, Quai d'Arenc, CS 50575, 13236 Marseille Cedex 2, tél. : +33 4 91 16 60 10, contact-france@swisslife-am.com • **CORPUS SIREO Real Estate GmbH :** Aachener Strasse 186, 50931 Cologne, tél. : +49 221 399 00-0, kontakt@corpussireo.com • **Livit SA :** Altstetterstrasse 124, P.O. Box, 8048 Zurich, tél. : +41 58 360 33 33, info@livit.ch • **Mayfair Capital Investment Management Ltd :** 55 Wells Street, London W1T 3PT, tel : +44 20 7495 1929, info@mayfaircapital.co.uk • **BEOS AG :** Kurfürstendamm 188, 10707 Berlin, tél. : +49 30 28 00 99-0, info@beos.net

Impressum : *Editeur :* Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, 8022 Zurich • *Comité de rédaction :* Francesca Boucard / francesca.boucard@swisslife.ch, Beatrice Guedj / beatrice.guedj@swisslife-am.com, Tom Duncan / tduncan@mayfaircapital.co.uk, Andri Eglitis / andri.eglitis@swisslife-am.com, Alfonso Tedeschi / alfonso.tedeschi@swisslife.ch, Andreas Mayer / andreas.mayer@swisslife.ch, Anna Sigrist / anna.sigrist@swisslife.ch • *Source de l'image de couverture :* 104 rue de Richelieu, Paris, Swiss Life Asset Managers Paris – Architect : Quadri Fiore Architecture • *Relecture / traductions :* Swiss Life Language Services • *Coordination / édition :* Lemon Spark GmbH, info@lemonspark.ch • *Mise en page et conception :* n c ag, In der Luberzen 25, 8902 Urdorf • *Parution :* biannuelle

Clause de non-responsabilité : Toutes les précautions raisonnables ont été prises pour garantir l'exhaustivité et la fiabilité des données présentées dans cette publication. Bien que les calculs de Swiss Life Asset Managers reposent sur des données obtenues de sources tierces réputées fiables, une erreur est toujours possible. Swiss Life Asset Managers ne saura être tenu responsable d'aucune erreur et/ou action en découlant. Ce rapport ne constitue pas une sollicitation, offre ou recommandation d'achat ou de vente d'instruments d'investissement, mais a une visée uniquement informative. Il peut contenir des « informations prospectives » reflétant nos estimations et attentes à un moment donné. Toutefois, différents risques, incertitudes et autres facteurs sont susceptibles d'entrainer des écarts significatifs entre l'évolution et les résultats effectifs et nos prévisions.