Mars 2021

Insights

Real Estate

SwissLife Asset Managers

Le Covid-19 accentue-t-il les tendances pré-corona ?

L'impact de la pandémie sur les changements structurels

Changements climatiques et gestion de portefeuille

Conservation judicieuse à tous les égards

La demande de bureaux crée des opportunités à valeur ajoutée

Bureaux : la nouvelle normalité

Sommaire

3
Ne perdez pas de vue le long terme
Anticipez les effets à long terme

4
Le Covid-19 révèle des tendances en matière d'investissements immobiliers
Influence sur les secteurs immobiliers et impact des technologies et critères ESG

6
Changement climatique : décisions avisées en matière de gestion de portefeuille
L'avenir est vert

8
A l'aube d'une stratégie paneuropéenne de la santé
Solutions pour une population vieillissante

10
La demande de bureaux crée des opportunités à valeur ajoutée
Après la pandémie, les bureaux devront s'adapter à de nouveaux comportements

Editorial

Chers lecteurs,

Face aux effets dévastateurs du Covid-19 sur le long terme, chacun aspire à une reprise soutenue. L'impact de la reprise économique fragile et inégale sur l'immobilier commercial s'annonce durable. La pandémie a amplifié les tendances qui se dessinaient ces dernières années. Mais je reste convaincu que, en dépit du contexte politique et économique, l'immobilier est une classe d'actifs attrayante.

Les investisseurs voient en l'immobilier un placement à long terme. Nous aussi. En particulier lorsqu'il s'agit d'immobilier durable. Nul n'ignore que la construction et l'exploitation de bâtiments contribuent à environ 40% des émissions mondiales de gaz à effet de serre. En tant qu'investisseur immobilier responsable, nous accorderons plus d'attention aux politiques ESG, qui font déjà partie de notre ADN organisationnel. Investisseurs, promoteurs, occupants, gestionnaires de biens et d'installations, nous avons tous un rôle à jouer dans la transition vers un environnement plus durable.

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

Stefan Mächler
Group Chief Investment Officer Swiss Life

Ne perdez pas de vue le long terme

Pour beaucoup, le mois de mars marque un an de mesures de confinement, ou plus spécifiquement, un an de travail à domicile, d'achats en ligne, de restrictions en matière de déplacements, un an qui aura bouleversé nos habitudes en matière de logement. Comment cela nous affecte-t-il en tant qu'investisseurs immobiliers ? Comment pouvons-nous réagir ou agir dans cet environnement ?

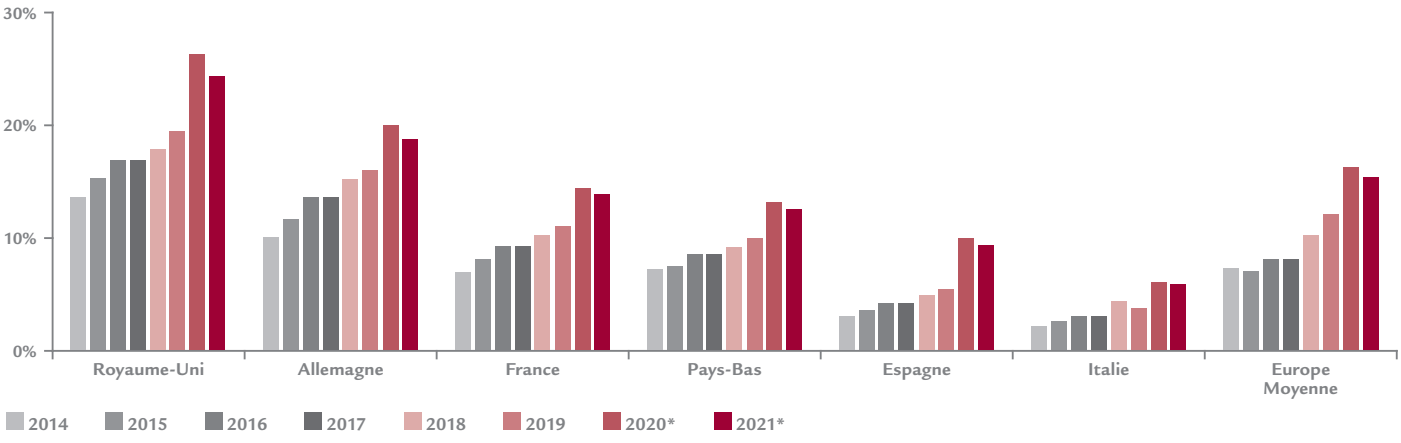
Francesca Boucard, Head Real Estate Research & Strategy, Swiss Life Asset Managers

L'environnement a peu changé pour les investisseurs immobiliers, du moins en ce qui concerne l'attrait pour cette classe d'actifs : la faiblesse des taux d'intérêt est maintenue pour une durée indéterminée et alimente les souhaits en matière d'investissements. La stabilité des flux de revenus, l'un des arguments en faveur de l'immobilier, doit cependant être analysée de plus près. Elle soulève des questions sur l'évolution de la demande, les adaptations et les nouveaux formats de l'immobilier qui ont été révélés par la pandémie.

Alors que nous assistons à une reprise des économies européennes, nous surveillons les évolutions à retardement : les faillites, les changements dans la croissance de l'emploi et, surtout, les changements dans le comportement humain. Ces derniers, aussi appelés « changements structurels », font l'objet de nombreuses discussions. Comment et surtout où travaillerons-nous dans le futur ? Comment ferons-nous nos achats ? Et quel est l'avenir des voyages d'affaires ?

Ces questions ne sont pas nouvelles mais doivent maintenant être traitées d'urgence, car la pandémie a accéléré l'avancée de nombreux changements structurels existants. Le travail flexible et les achats en ligne devraient avoir un impact durable (positif comme négatif) sur la demande d'espace, mais l'évolution ne s'opérera que progressivement. Cela donne le temps aux investisseurs d'investir en conséquence. La qualité et la flexibilité de l'actif, ainsi que son emplacement, restent des éléments clés. Mais les investisseurs doivent aussi se concentrer sur les tendances à long terme, telles que l'évolution des technologies et les critères ESG (cf. page 4). Si ceux-ci ont tendance à être oubliés en période d'incertitude, l'investisseur immobilier ne doit pas perdre de vue son horizon d'investissement réel, qui est de 10, 20 ans ou plus. L'on surestime souvent les événements à court terme (biais de récence) et à oublier les opportunités (et les défis) à long terme. C'est donc à nous, chercheurs et analystes, de combler l'écart en leur montrant les perspectives à long terme. Il reste une marge de manœuvre, mais il faut se concentrer sur le comment et le pourquoi pour ne pas perdre en flexibilité. ■

Un des changements structurels accélérés: hausse du commerce électronique dans le commerce de détail



Source : Statista

*Prévisions

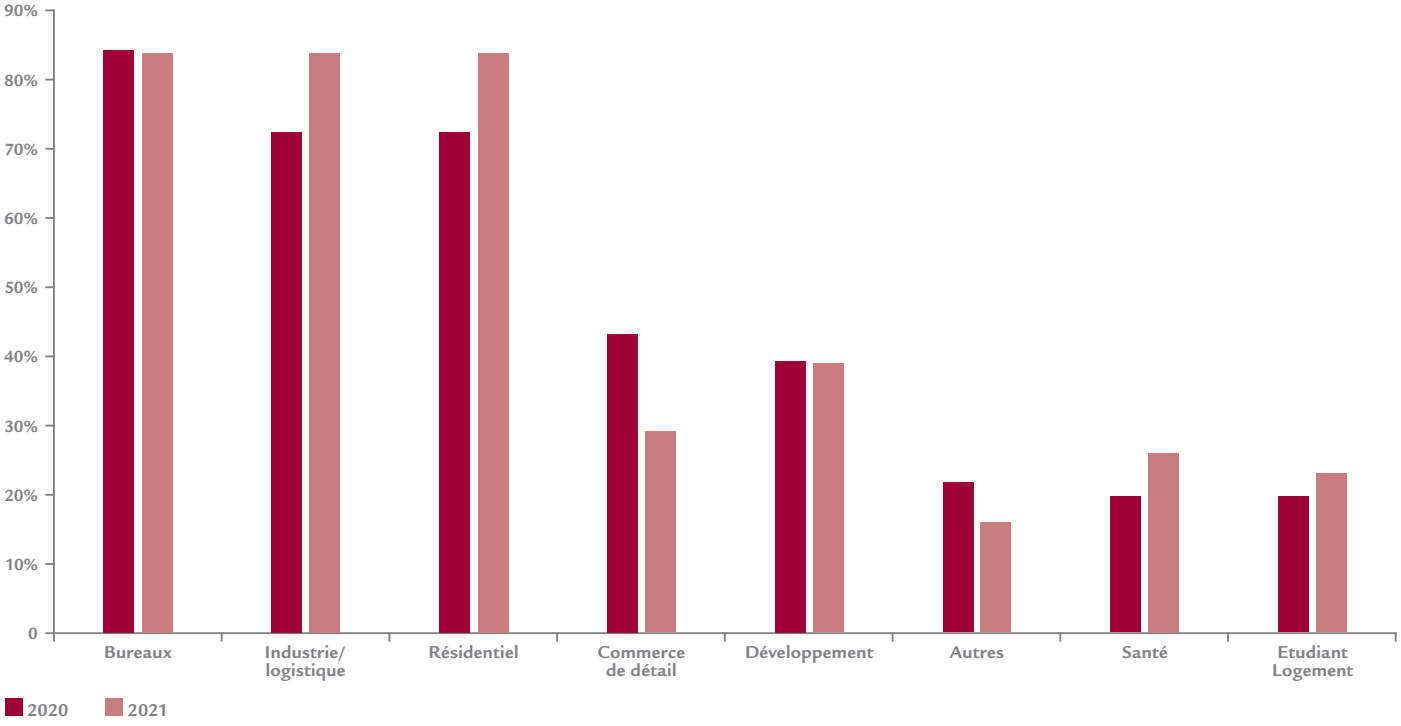
Le Covid-19 révèle des tendances en matière d'investissements immobiliers

Les mesures gouvernementales anti-Covid entraînent des changements dans nos habitudes de voyage et de travail. Les restrictions s'atténueront, mais la pandémie devrait influencer nos comportements à long terme. Les impacts sur le marché immobilier laissent entrevoir des opportunités attrayantes.

Marion Sottas, Market Intelligence Analyst Real Assets, Swiss Life Asset Managers
Francesca Boucard, Head Real Estate Research & Strategy, Swiss Life Asset Managers

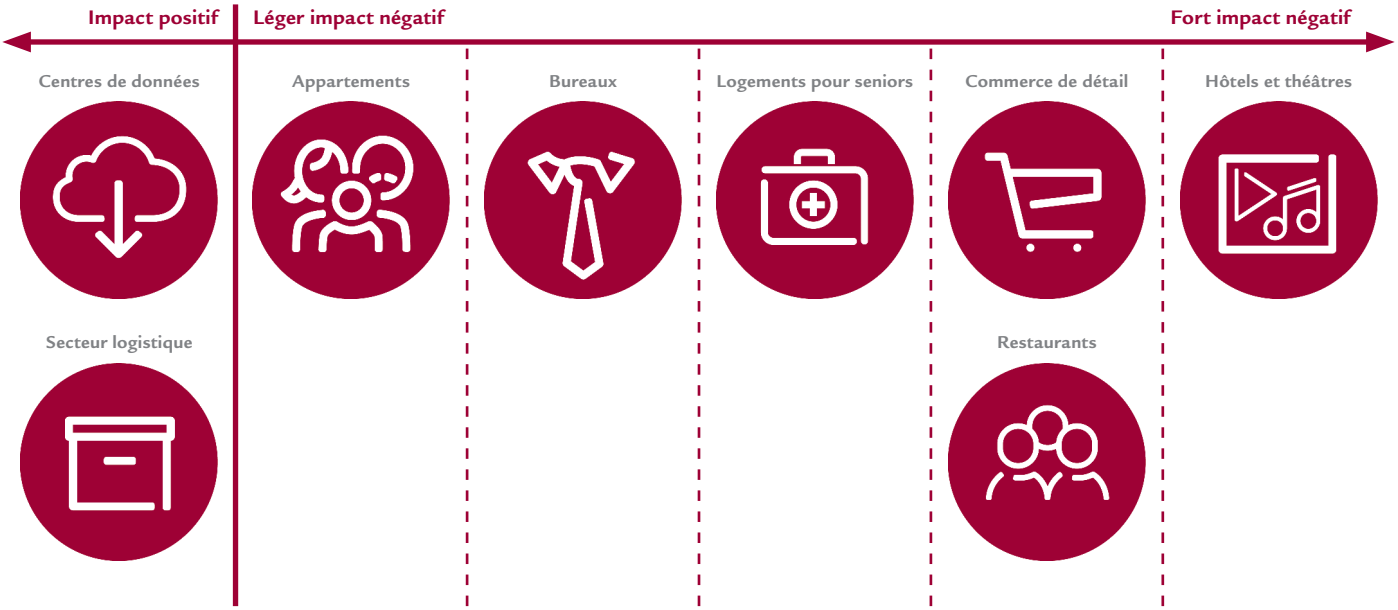
Face à la hausse du télétravail, les bureaux sont largement inoccupés. Les interactions sociales demeureront cruciales pour la collaboration et l'innovation. Il est donc probable qu'à l'avenir les salariés privilégient des formules de travail flexibles, poussant les entreprises à s'adapter. En tant qu'investisseur, il convient de se concentrer sur les zones urbaines bien desservies. La hausse du télétravail pourrait aussi avoir un impact sur le secteur résidentiel. Les salariés passeront moins de temps dans les transports et choisiront peut-être de vivre plus loin de leur lieu de travail. Proches de la nature, les zones résidentielles de banlieue offrent des logements plus grands et abordables. Des opportunités d'investissement intéressantes en dehors des grandes villes sont susceptibles d'émerger de ces changements.

Graphique 1 : Secteurs préférés des investisseurs en 2020 vs 2021



Source : Enquête INREV sur les intentions d'investissement 2020 et 2021. Remarque : 125 investisseurs institutionnels ont participé à l'enquête 2020 et 84 en 2021. Bien que le nombre de participants ait varié entre ces deux années, la perception des tendances peut être considérée comme relativement robuste.

Graphique 2 : Analyse de l'impact du Covid-19 sur les segments immobiliers



Source : Swiss Life Asset Managers, BNP Paribas WM, septembre 2020

Les restrictions en matière de déplacement liées au Covid-19 ont eu de fortes répercussions sur le secteur hôtelier. Une fois les restrictions assouplies, il est probable que les voyages de loisirs retrouvent leurs niveaux d'avant-crise d'ici 2022/2023. Les voyages d'affaires reprendront eux aussi, mais dans quelle mesure ? La plupart des réunions d'affaires ayant lieu en ligne, les entreprises peuvent entrevoir des avantages dans ce mode de fonctionnement rapide et économique. Si les réunions en face à face resteront partiellement nécessaires, le nombre de réunions en ligne sera constant. Cela aura des répercussions sur le secteur hôtelier et mettra les opérateurs au défi, mais offrira des opportunités aux investisseurs, en transformant un hôtel d'affaires en lieu de villégiature, par exemple.

Le secteur de la santé a été au centre des préoccupations tout au long de la pandémie, révélant l'importance d'infrastructures adéquates pour relever les grands défis de santé publique. La demande en centres de recherche biologique ou en cabinets médicaux a augmenté. De plus, le vieillissement de la population entraîne une hausse de la demande de logements pour seniors et de la demande globale dans le secteur de la santé. Cette tendance devrait persister, comme le montrent des sondages effectués auprès d'investisseurs. L'enquête d'INREV sur les intentions des investisseurs en 2021 revèle que le secteur de la santé est en hausse de 6%, en glissement annuel par rapport aux secteurs les plus prisés (cf. graphique 1).

La pandémie a aussi renforcé l'impact des technologies sur l'immobilier. La demande d'actifs, tels que les centres de données et les relais de téléphonie mobile, a fortement augmenté. Doit-on considérer les technologies comme un nouveau « secteur » ? Les actifs qui y sont liés remettent en question la définition de l'immobilier traditionnel et pourraient présenter des opportunités pour les investisseurs.

Enfin, les critères ESG qui gagnaient déjà du terrain avant la crise du Covid ont gagné en ampleur, soulignant l'importance des changements environnementaux. De nombreux investisseurs fixent des objectifs climatiques et poussent les gestionnaires à améliorer leur empreinte carbone. Mais la discussion sur les critères ESG ne doit pas se limiter aux objectifs climatiques. Les considérations sociales sont également concernées, car le secteur doit tenir compte du bien-être de ses employés et des locataires dans le développement et la gestion des actifs immobiliers.

Si la prédiction des tendances liées au Covid n'est pas une science exacte, les investisseurs devraient néanmoins surveiller ces changements structurels. C'est l'observation propice des opportunités à venir qui donnera une longueur d'avance aux investisseurs dans le choix du développement et du transfert proactifs de leurs portefeuilles. ■

Changement climatique : décisions avisées en matière de gestion de portefeuille et d'actifs

Le changement climatique fait l'objet d'un débat politique de haut vol, dont les conséquences seront connues d'ici 2100. Lors de discussions plus terre à terre, il apparaît parfois comme un mélange de contraintes économiques ou morales (flight shaming, véganisme...). Dans l'investissement immobilier responsable, il entraîne la prise de décisions avisées en termes de sélection d'actifs et de gestion de portefeuille.

Valérie de Robillard, Head ESG Real Assets, Swiss Life Asset Managers

En raison de leur horizon d'investissement à long terme et de leur emplacement, les biens immobiliers sont particulièrement exposés aux risques physiques et de transition liés au changement climatique. Les investissements à fonds ouverts impliquent une préservation ou une appréciation de la valeur à long terme, parfois sur des décennies. Ces portefeuilles peuvent être exposés à divers risques physiques (conditions météorologiques extrêmes, zones inondables, montée du niveau de la mer) qui peuvent affecter leur valeur. En 2019, Four Twenty Seven, un fournisseur d'indices sur le risque économique lié au changement climatique, a estimé que 19% des surfaces de vente et 16% des bureaux en Europe étaient exposés aux inondations et/ou à la montée du niveau de la mer, et que le stress thermique représentait un risque important pour ces installations.[1] La probabilité de voir ces risques se réaliser augmentera au cours du XXIe siècle ; tous les actifs qui y sont exposés ont tendance à voir leur valeur diminuer.

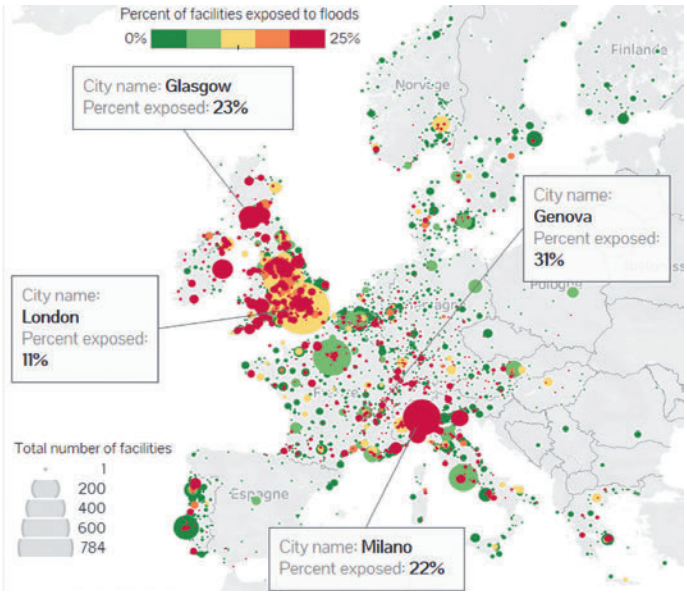
Les zones sujettes aux inondations présentent un risque physique et pourraient impacter la valeur de l'immobilier

Source : Adobe Stock

Gérer ces risques physiques consiste à adapter les biens existants et à réduire et anticiper les coûts d'adaptation des biens nouvellement acquis. Les investisseurs prennent de plus en plus en compte le changement climatique dans leurs stratégies en :

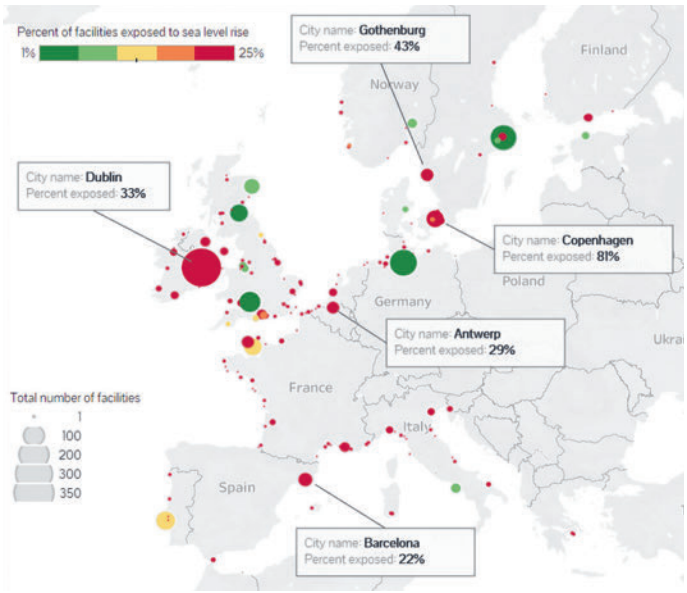
- recensant les expositions aux risques physiques ;
- évaluant, au cours des processus de due diligence, l'exposition potentielle aux

Surfaces de vente – exposition aux inondations



Des surfaces de vente exposées aux inondations. Un point représente une ville et sa taille représente le nombre de surfaces de vente dans la ville. La couleur du point représente la part de surfaces de vente exposées aux inondations, le rouge étant le pourcentage le plus élevé. Source: Four Twenty Seven

Bureaux d'entreprises – exposition à la hausse du niveau de la mer



Exposition des bureaux d'entreprises à l'élévation du niveau de la mer. Un point représente une ville côtière et sa taille représente le nombre de bureaux dans cette ville. La couleur du point représente la part de bureaux exposés à l'élévation du niveau de la mer, le rouge étant le pourcentage le plus élevé. Source: Four Twenty Seven

risques physiques des nouvelles acquisitions et en investissant en conséquence;
- prenant des mesures d'adaptation physique pour les biens à risque (en transférant p. ex. les équipements vers les étages à l'abri des inondations, ou en améliorant la résilience des biens aux canicules à l'aide de pare-soleil et d'une végétalisation pour éviter des îlots de chaleur).

Alors que la pression pour réduire les émissions de CO_2 augmente et que le monde se dirige vers une économie à faible émission de carbone, le risque de transition peut également jouer un rôle crucial, car les investisseurs doivent faire face à des coûts éventuels en la matière. Gérer les risques de transition (taxe carbone, hausse des prix des énergies fossiles...) tend à préserver l'attrait d'un actif. Face au niveau élevé des prix de l'énergie et à la taxation du carbone, les locataires peuvent être plus sélectifs dans le choix des actifs, car les coûts d'exploitation peuvent augmenter en fonction du profil de consommation et de l'emplacement des biens.

Afin de maintenir le rendement, un investissement immobilier devra:
- intégrer dans ses prévisions d'investissement des mesures susceptibles de réduire les coûts d'exploitation en raison des mesures de transition (p. ex. remplacement d'un chauffage à combustibles fossiles)
- acquérir des biens à haute efficacité énergétique et envisager des procédures de due diligence plus complexes pour faire face aux risques climatiques le plus tôt possible.

Les perspectives et anticipations à long terme sont au cœur des pratiques d'investissement immobilier et des considérations climatiques. En tant qu'investisseur de premier plan à long terme, nous croyons aux synergies naturelles entre

1. l'amélioration de l'attrait global des biens par une gestion responsable des actifs
2. la surveillance et la gestion proactives des risques climatiques
3. l'analyse de décarbonisation au niveau des actifs et du portefeuille

Compte tenu de la «prise de conscience climatique» croissante, nous cherchons à définir des potentiels de réduction sur l'ensemble du portefeuille immobilier afin d'assurer l'avenir de nos actifs et portefeuilles pour le compte de nos investisseurs. ■

1 – 427 report «Real Estate Climate Risks: How will Europe be impacted?», septembre 2019.

Santé : à la pointe d'une solide stratégie paneuropéenne

Sur le marché des actions, la COVID-19 a déclenché une rotation des titres suivant une stratégie défensive au profit du secteur de la santé. Dans l'immobilier, la santé a aussi été un secteur perçu comme résilient vu sa rentabilité ajustée du risque sur long terme. Par son expertise dans ce secteur, Swiss Life Asset Managers en a une vision paneuropéenne et holistique.

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

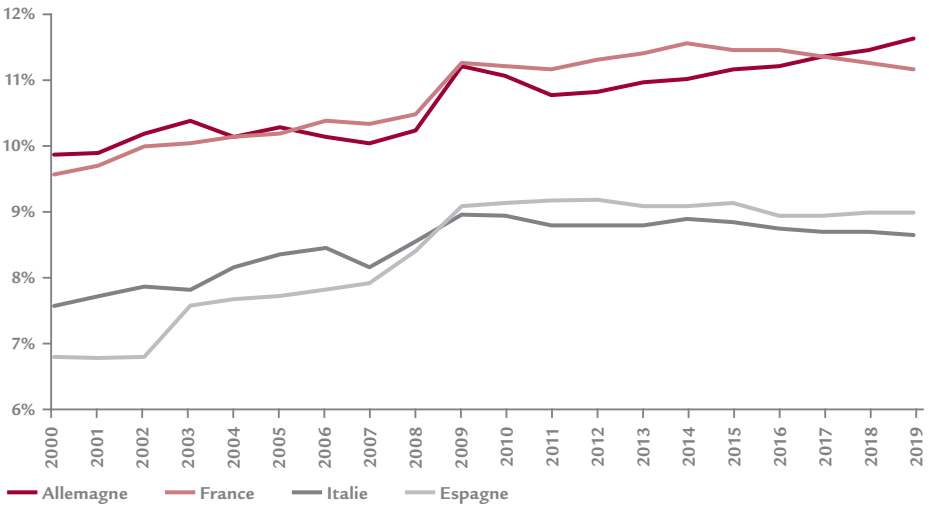
Sur tous les marchés financiers, le secteur de la santé a été nettement plus performant que ses pairs depuis le début de la crise sanitaire. Sur les marchés immobiliers cotés et non cotés, la santé a aussi mieux résisté que l'immobilier commercial. Le succès du secteur n'est pas nouveau, il a prospéré depuis la dernière crise financière mondiale quand les investisseurs étaient en recherche de secteurs alternatifs. L'appétit pour l'immobilier de santé repose sur des tendances à long terme, telle la part croissante de la population des seniors (âgés de 70 ans et plus). Celle-ci, souvent qualifiée de Silver, se caractérise par des profils différenciés et des besoins évolutifs en vertu de la hausse de l'espérance de vie.

En termes immobiliers, la démographie explique la durée longue des baux, une variable clé pour sécuriser les flux de

EPHAD à Aranjuez, près de Madrid, en Espagne.

Source: Swiss Life Asset Mangagers

Total des dépenses de santé (% du PIB)



Source: OECD et Swiss Life Asset Managers

trésorerie à long terme. C'est une des raisons pour lesquelles la stratégie d'investissement en santé continuera d'être un pilier fondamental pour les investisseurs institutionnels. En termes d'allocations d'actifs, le secteur de la santé associe des corrélations faibles par rapport au bureau, au commerce ou à la logistique. Aussi, en plus de la croissance et de la maturité du secteur, la santé offre des bénéfices de diversification. En termes de sélection d'actifs, la pluralité des sous-jacents dont le logement pour personnes âgées, les Ephad, les structures ambulatoires, les laboratoires et les structures associées aux sciences de la vie offrent diverses sources de revenus d'exploitation. En cela, le secteur de la santé est déterminant dans la construction de portefeuille et la gestion des risques.

En zone euro, l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne sont les plus grands pays en termes de seniors de plus de 70 ans: 40 millions de résidents en 2020, selon Oxford Economics (OE). À ce jour, les données de l'OCDE montrent que le nombre de lits en maison de retraite pour 1 000 habitants est d'environ 54 en Allemagne, 50 en France, 18 en Italie et 44 en Espagne. Selon les projections d'OE, les plus de 70 ans augmenteraient de 30% à horizon de 2035, avec des hausses de 35% en Espagne, 34% en France, 30% en Allemagne et 24% en Italie. Ces mégatendances ne sont qu'une partie de la problématique.

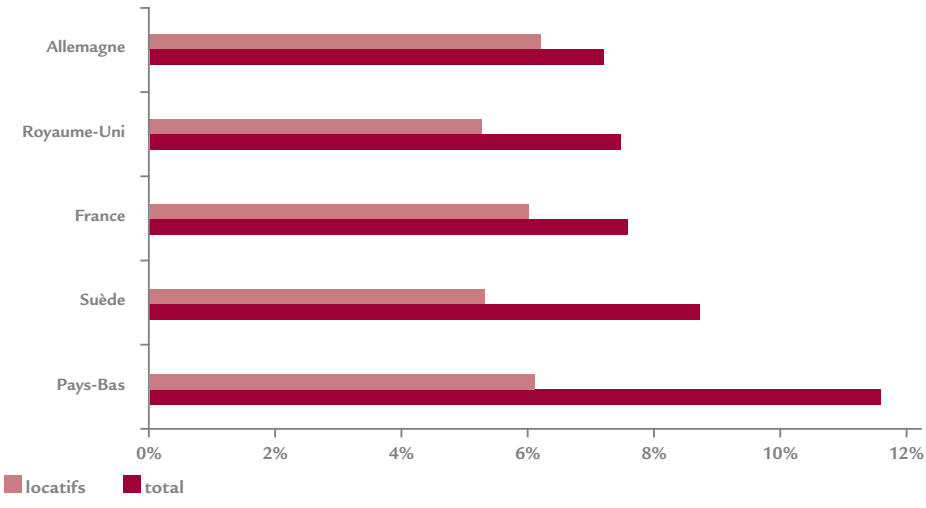
En conséquence, le secteur immobilier doit pouvoir répondre aux nouveaux besoins avec une offre adaptée. Les seniors de demain ne sont pas ceux d'aujourd'hui ni ceux d'hier. La société, l'environnement, l'offre de santé évoluent et nécessitent que les futurs formats combinent plus d'indépendance, d'assistance, notamment pour les personnes souffrant d'Alzheimer. L'intégration systématique de ces nouvelles exigences aux futurs développements d'actifs de santé doit améliorer confort et sécurité pour tous, patients, communauté des soignants et familles. En outre, l'adoption de la numérisation et des technologies médicales doit favoriser l'offre de soins à domicile, l'innovation, la flexibilité et une plus grande efficacité d'allocations des ressources. Cette nouvelle approche maximise le bien-être des patients, en réduisant les coûts de santé et les dépenses publiques.

Aussi, le secteur européen de la santé est désormais parmi les plus recherchés[1],-tant pour la stabilité de ses rendements[2] que pour sa nature d'investissement socialement responsable. ■

1 – Source: INREV Investment Intentions Survey 2021 qui qui montre + 6% sur un an, l'intérêt des investisseurs pour le secteur de la santé: https://www.inrev.org/research/investment-intentions-survey#

2 – La couverture européenne de la santé représente environ 25 milliards d'euros, dans 5 pays, le secteur étant nouveau comparativement à d'autres pays. Les rendements totaux ont été solides et attractifs, la performance étant principalement attribuée aux rendements locatifs.

Rendements immobiliers de santé sur 5 ans



Source: MSCI et Swiss Life Asset Managers

La demande locative de bureaux crée des opportunités à valeur ajoutée au Royaume-Uni

La flexibilité au travail sera la nouvelle norme. Les employés choisiront où ils travailleront et quand, donnant lieu à un nouveau type de demandes de bureaux dans de nouveaux emplacements. Les investisseurs créant des stocks suffisants dans des endroits sous-approvisionnés avec une demande croissante pourront s'attendre à une surperformance.

Tom Duncan, Senior Associate, Research, Strategy and Risk, Mayfair Capital
James Lass, Head Special Transactions and Fund Manager, Mayfair Capital

La pandémie a eu de nombreuses répercussions sur notre économie. L'une d'elles concerne le travail dit « intellectuel ». Les fermetures de bureaux et le télétravail forcé ont rappelé que le travail est une activité et non pas un endroit où l'on doit se rendre.

Les salariés apprécient de pouvoir exercer leur activité sans avoir à se déplacer et les entreprises se félicitent d'avoir à louer moins d'espace. Mais les limites du télétravail sont claires. Il est difficile de forger de nouveaux liens en ligne. Le télétravail entraîne des problèmes de bien-être et de santé mentale. Les employés vivant dans de petits appartements ou avec de jeunes familles regrettent d'autant plus leur ancien bureau. Il est difficile aussi de former de nouveaux employés. La libre circulation des informations, la collaboration ou la créativité sont compromises. Les employés ne profitent plus des bienfaits sociaux ou de l'esprit d'équipe. Des sondages montrent que la plupart des employés souhaitent passer une grande partie de leur temps au bureau une fois la pandémie passée.

Exemple du bureau de demain : The Bonhill Building, London

Source : MCIM

Le travail flexible constituera l'avenir, une tendance déjà ressentie avant la pandémie. Demain, les salariés pourront choisir où et quand ils travailleront. Peu d'entre eux se rendront sur leur lieu de travail pour effectuer des tâches qu'ils peuvent faire de chez eux. Ils voyageront pour l'innovation, la collaboration, la créativité ou la formation, et pour satisfaire des besoins sociaux. Les employeurs loueront le type d'espace désiré. Celui-ci sera accessible, stimulant et constituera une offre attrayante grâce aux commodités et au design. Un lieu engageant, motivant, avec une forte expérience humaine.

Pour offrir plus de choix, de nouveaux sites compléteront le siège social. Ceux-ci seront décentralisés, ce qui per-

Exemple du bureau de demain : Forge, Woking

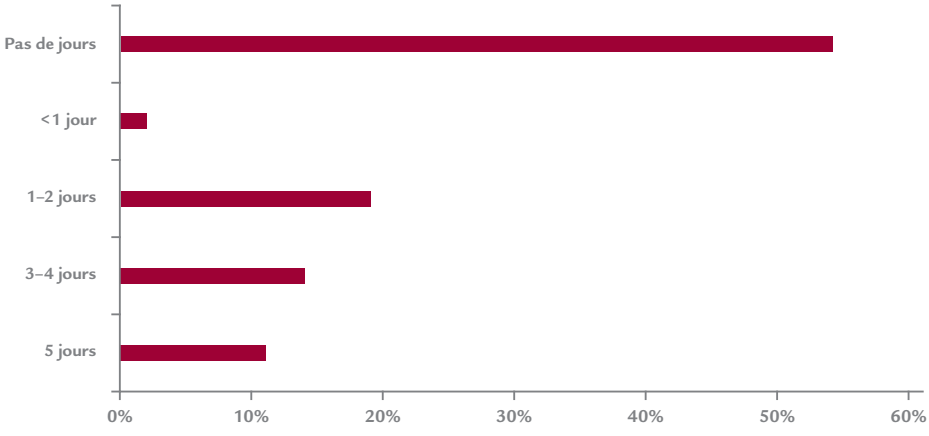
Source : MCIM

mettra d'accéder à un complexe de bureau tout en évitant les longs trajets. Avec ce modèle « hub, home and roam », la demande de locataires pour des options flexibles dans des banlieues proches augmentera certainement. Dans de nombreux sous-marchés britanniques, cet espace est extrêmement rare ou inexistant.

Les employeurs loueront des locaux en raison de leur impact direct sur la satisfaction et la productivité des salariés. Plus libres de décider de la quantité d'espace à louer et de son emplacement, les occupants (locataires et employés) prendront le pouvoir sur les propriétaires qui devront quant à eux démontrer les avantages de leur produit. Cela implique plus de risques liés au revenu, mais en contrepartie une hausse des loyers et une baisse du taux de vacance.

Le Covid n'a pas initié ces tendances, mais accéléré leur mise en place. Il convient dès lors de privilégier une stratégie d'investissement à valeur ajoutée consistant à choisir des bâtiments uniques dans des emplacements insuffisamment fournis qui bénéficieront de possibilités de travail flexible. ■

Travailler à domicile après la pandémie, préférences des salariés européens

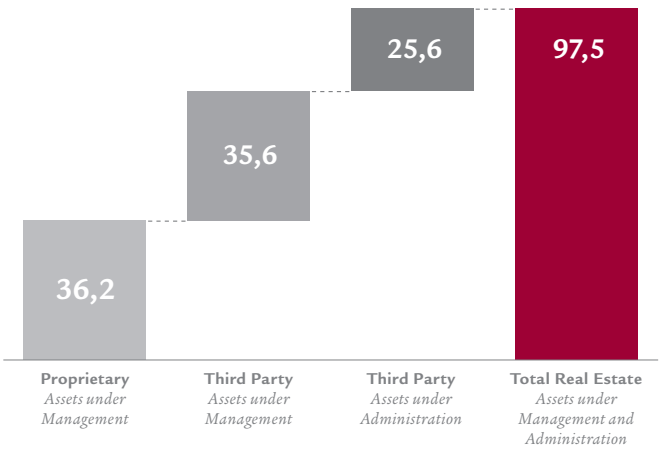


Source : The Economist, 30 octobre 2020

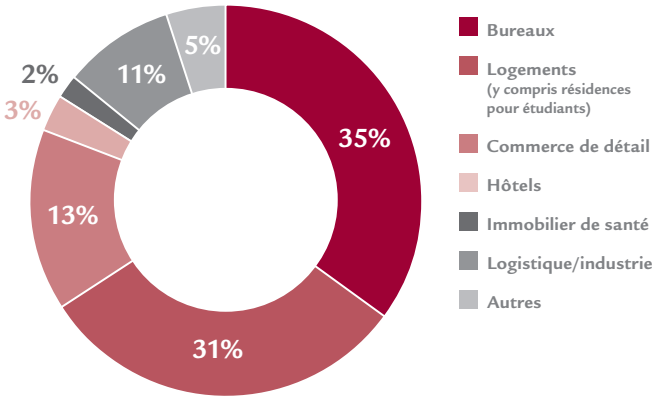
Real estate – Faits et chiffres

Actifs gérés et administrés

(en mds. EUR)



Répartition par catégorie de bien immobilier



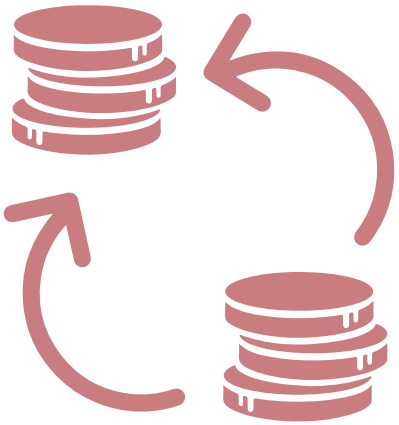
REuM 71,8 mds. EUR

Volume de transactions immobilières

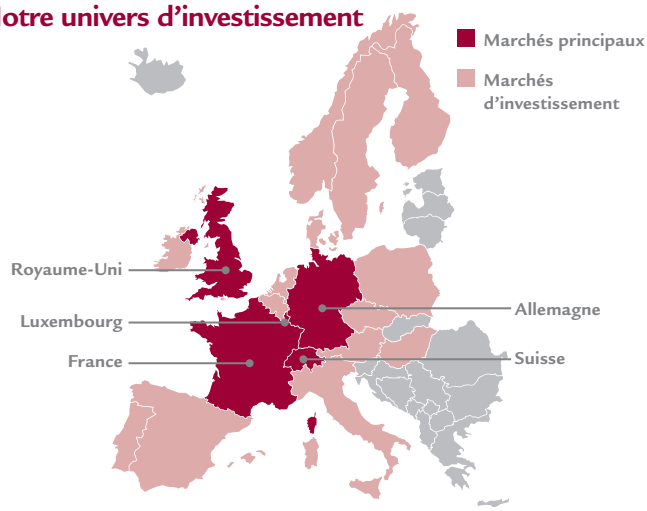
(en mds. EUR)

9,7

(moyenne 2018, 2019, 2020)



Notre univers d'investissement



Les montants se basent sur des chiffres non arrondis, ce qui peut donner lieu à des différences d'arrondissement en cas d'addition.

Sauf mention contraire, tous les chiffres sont au 31 décembre 2020.

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, C.P. 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, C.P. 8048 Zurich, tél. : +41 58 360 33 33, info@livit.ch • **Mayfair Capital Investment Management Ltd :** 55 Wells Street, Londres W1T 3PT, tél. : +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, Valérie de Robillard / valerie.derobillard@swisslife.ch, Marion Sottas / marion.sottas@swisslife.ch, James Lass / jlass@mayfaircapital.co.uk, Andreas Mayer / andreas.mayer@swisslife.ch, Anna Sigrist / anna.sigrist@swisslife.ch • *Image de couverture :* TBC, Source : TBC • *Traductions :* Swiss Life Language Services • *Coordination/édition :* Lemon Spark Gmbh, info@lemonspark.ch • *Mise en page/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 présentes données. 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 sera tenue 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 peuvent entraîner des écarts significatifs entre l'évolution, les résultats effectifs et nos prévisions.