

26 août 2019  
**Les indicateurs avancés de récession américaine :  
une histoire de courbe !**

Les analystes de marché ont toujours suivi des indicateurs anticipés de récession économique. La pente de la courbe américaine figurait jusqu'il y a peu parmi les indicateurs les plus populaires. Lorsque l'écart entre les taux souverains américains à 10 ans et à 2 ans devenait négatif le pays plongeait indéniablement en récession dans les semestres à venir (courbe bleue ci-dessous). Les taux nominaux à long terme reflétant la croissance et l'inflation future, la chute du taux à 10 ans sous les niveaux du taux à 2 ans américain reflétait l'effondrement à venir de l'activité.

Mais voilà qu'en juin 2018, alors que l'indicateur de pente commençait à signaler des risques de récession, des économistes de la Banque Centrale américaine nous expliquent que cette « pente 2-10 » n'est plus fiable car déformée par des politiques monétaires non conventionnelles (cf. article « (Don't Fear) The Yield Curve » publié sur le site de la Fed de New York, le 28 juin 2018). Ils précisent que le taux à 10 ans est anormalement bas, car affecté par la détention de près 2 400 Mds\$ d'obligations gouvernementales par la Fed, tandis que le taux à 2 ans est relativement élevé puisque la Banque Centrale a remonté ses taux directeurs. Ces économistes proposent alors un nouvel indicateur avancé de récession à savoir l'écart entre le taux souverain à 3 mois et le taux souverain à 3 mois dans 18 mois (taux forward ci-après), qui reflètent les anticipations du marché des taux courts dans 18 mois. Lorsque l'écart devient négatif, cela traduit un taux forward inférieur au taux actuel et donc des anticipations d'assouplissement de politique monétaire pour combattre une récession... Avec un niveau de -0,60%, le marché anticipe aujourd'hui une récession à travers cet indicateur.

Sans préjuger de la santé future de l'économie américaine, il nous semble néanmoins probable que la Fed, qui a largement communiqué sur cette mesure du risque, devrait poursuivre son assouplissement monétaire, d'autant que d'autres indicateurs, tels les anticipations d'inflation du marché, l'invitent également à agir. Dans ce cadre, nous pensons que les taux devraient rester sur des niveaux bas pour une période prolongée.

**Sommaire**

**Suivi des marchés** p2

- Marchés obligataires
- Marchés des changes
- Marchés actions

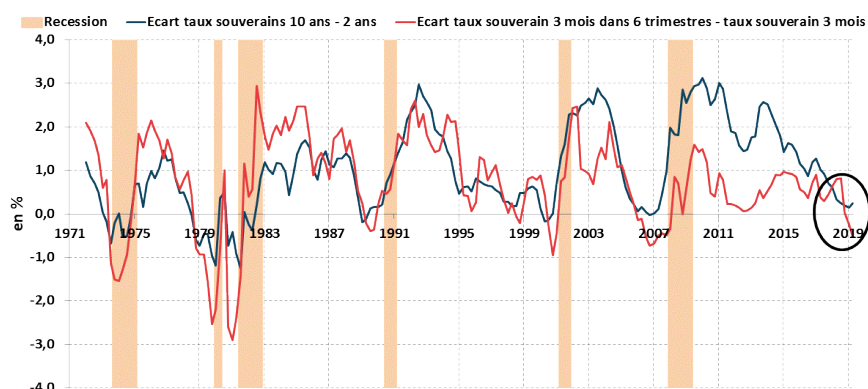
**Suivi macroéconomique** p3

- États-Unis
- Europe
- Asie

**Tableaux synthétiques** p5

- Indicateurs macro
- Indicateurs de marchés

Evolution des pentes de courbes des taux américains et récessions depuis 1971



Sources : Bloomberg, Pôle Taux Covéa Finance

# Suivi des Marchés

## Obligataires

➤ Après être montés durant la semaine, les rendements souverains rechutent vendredi, pénalisés par le renforcement des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Dans ce contexte, le taux à 10 ans américain baisse de 1 point de base (pb) à 1,54% tandis que les taux souverains en Zone Euro affichent globalement une hausse limitée et restent sur des niveaux historiquement bas. Les taux à 10 ans augmentent de 4pbs à -0,38% en France, de 1pbs à -0,68% en Allemagne et de 6pbs à 0,13% en Espagne. A noter que l'Italie fait figure d'exception avec un taux à 10 ans en baisse de 8pbs à 1,32% suite à la démission du premier ministre italien et à la possibilité d'une coalition entre le mouvement 5 étoiles et le parti démocrate. Dans cet environnement de taux bas nos achats sont limités. Nous réalisons uniquement un achat d'obligations souveraines italiennes de maturité intermédiaire suite aux évolutions politiques de la semaine.

## Changes

➤ L'Euro progresse de 0,5% sur la semaine face au Dollar à 1,114 Dollar pour un Euro. Face au Sterling, la monnaie européenne recule de 0,4% à 0,909 Sterling pour un Euro. Enfin, l'Euro est en baisse de 0,4% face au Yen à 117,5 Yens pour un Euro.

## Actions

➤ L'indice MSCI EMU (Union Economique et Monétaire) affiche sur la semaine une progression de 0,5% mais cela masque des évolutions plus marquées au cours de la période. En effet, après un rebond de près de 2% sur les trois premiers jours, alimenté par les secteurs les plus cycliques (consommation, industrie notamment), la fin de semaine est plus difficile. Des indicateurs d'enquêtes (PMI) moins favorables aux Etats-Unis ainsi qu'un nouveau durcissement dans les discussions avec la Chine renversent la tendance et font la part belle aux secteurs les plus défensifs (immobilier, services de communications, services aux collectivités). Tout cela se traduit par une évolution sectorielle moins claire (secteurs cycliques vs secteurs défensifs) que les semaines passées avec, dans le haut du tableau, la santé (+1,7%), les matériaux (+1,3%) et l'industrie (+1,2%) et dans le bas les services aux collectivités (-0,7%), l'immobilier (-0,6%) et la technologie (-0,5%). Depuis le début de l'année, l'indice MSCI EMU progresse de +9,7% sans changement majeur dans la hiérarchie sectorielle. Au niveau géographique, on notera la surperformance de l'Italie sur la semaine (+1,2%) soutenue par la baisse des taux souverains. Le segment des petites valeurs (+1,2%) reprend des couleurs après une semaine précédente chahutée. Pour le reste, le MSCI Europe et le MSCI EMU affichent des performances similaires (+0,5%) tout comme la France et l'Allemagne (+0,7%).

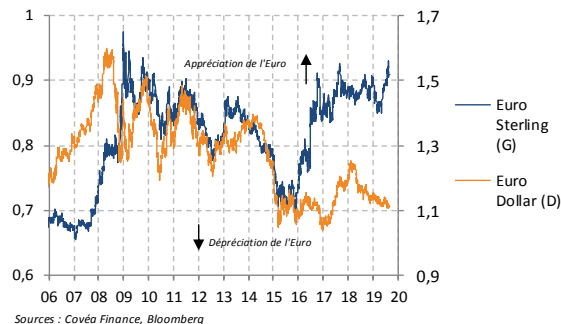
On a eu une timide reprise de l'Asie cette semaine, le Japon progressant de 1,1% grâce notamment à des données macroéconomiques meilleures qu'attendues. La progression de l'indice Asie hors-Japon est plus mitigée avec une hausse de 0,6%.

Le marché américain a chuté cette semaine, le S&P abandonne 1,40% avec une baisse qui s'est focalisée vendredi sur les annonces de futures représailles chinoises. Sans surprise, les secteurs défensifs surperforment les valeurs cycliques sur la semaine. Une exception notable, la consommation cyclique qui a été tirée par de très bons résultats de Home Depot et de Lowe's qui soulignent la vigueur de la consommation américaine.

Taux d'intérêt à 10 ans



Marché des changes



Indices actions (base 100 en 2006, devises locales)

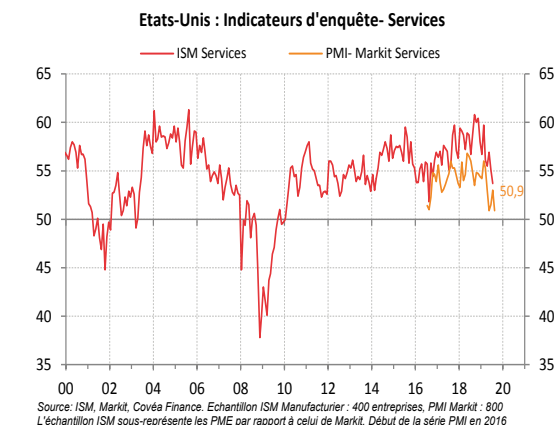


# Suivi Macroéconomique

## Etats-Unis

« L'indicateur d'enquête PMI services se dégrade en août. »

➤ Aux **Etats-Unis**, les minutes de la dernière réunion de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) confirment que pour la plupart des membres, la baisse de 0,25% décidée le 31 juillet est un ajustement de milieu de cycle plutôt que le début d'une longue série d'assouplissements. Le compte-rendu laisse également filtrer les dissensions au sein du comité. Si deux membres favorisaient un statu quo et ont voté contre la baisse de 0,25% (Esther George et Eric Rosengren), deux autres participants étaient initialement en faveur d'une baisse de 0,50%. L'accent a été une nouvelle fois mis sur la dépendance à l'évolution des données quant aux futurs mouvements de taux directeur. A ce titre, le discours de Jerome Powell le 23 août à Jackson Hole suggère qu'une nouvelle baisse pourrait intervenir à court

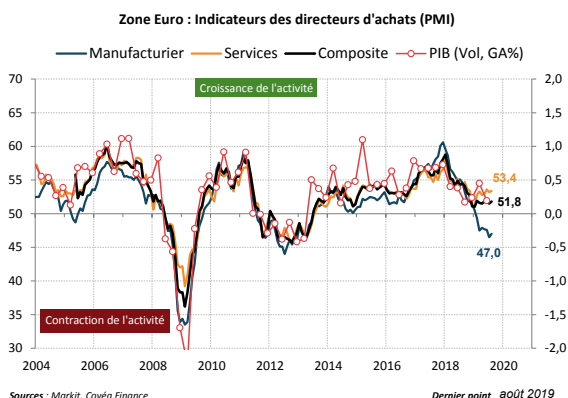


terme. Le Président de la Fed a en effet souligné l'augmentation des risques depuis la dernière réunion citant la hausse des tarifs douaniers américains sur les produits chinois annoncée le 1er août, l'accroissement du ralentissement global (notamment en Chine et en Allemagne) et l'instabilité politique (Hong Kong, Italie, Brexit). La surenchère de tarifs douaniers qui s'est jouée vendredi entre les Etats-Unis et la Chine devrait encore renforcer ces craintes. Suite à la décision de la Chine d'imposer de nouveaux droits de douanes sur les biens américains (*voir partie Asie*), le Président Trump a annoncé une hausse le 1<sup>er</sup> octobre de 5% des tarifs en place sur les importations chinoises (passage de 25% à 30%), ainsi que pour les nouveaux tarifs prévus au 1<sup>er</sup> septembre et au 15 décembre qui seront de 15% au lieu de 10%. Cette nouvelle dégradation des relations laisse peu de place à l'espoir d'un accord à court terme entre les deux pays et renforce les risques qui pèsent sur la croissance mondiale. Par ailleurs, le Président américain a annoncé qu'un accord commercial de principe avec le Japon a été conclu en marge du G7. Il prévoirait une hausse des exportations de produits agricoles américains vers le Japon et l'abandon de nouveaux tarifs douaniers américains sur les automobiles japonaises. Sur le plan des données économiques, les ventes de logements dans le neuf et l'ancien s'inscrivent tendanciellement en hausse sur l'été. Cette meilleure orientation après un début d'année difficile est à mettre en relation avec le recul des taux hypothécaires. Concernant les indicateurs d'enquête, les PMI manufacturier et services sont mal orientés en août. L'indice manufacturier passe de 50,4 à 49,9, ce qui désigne une très légère contraction de l'activité, tandis que dans les services l'indice s'établit à 50,9 après 53 en juillet. Ce niveau qui avait été touché en mai, signale une croissance modeste de l'activité et renforce notre vigilance quant à une diffusion du ralentissement en dehors du secteur industriel.

## Europe

« Le PMI Manufacturier demeure en territoire de contraction en août »

➤ L'estimation préliminaire des PMI indique une très légère progression du climat des affaires au mois d'août. Le PMI Manufacturier demeure toutefois en territoire de contraction à 47,0 en Zone euro avec une faiblesse toujours très marquée en Allemagne (43,6). En France en revanche, l'indicateur PMI repasse au-dessus de la barre des 50, indiquant ainsi un retour de la croissance dans le secteur (51,0). En dépit des difficultés de l'industrie, le PMI services demeure bien orienté en Zone euro (53,4). Il progresse en France (53,3) et reste stable en Allemagne sur des niveaux élevés (54,4). Le compte rendu des discussions de la dernière

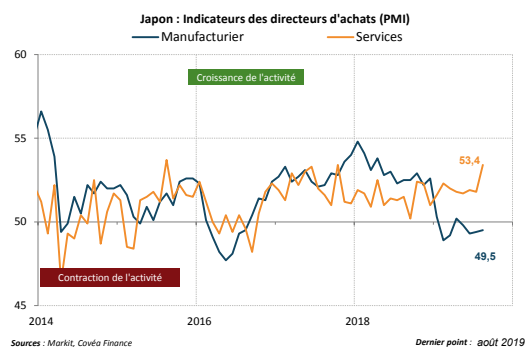


réunion du comité de politique monétaire de la BCE (*Minutes*) a confirmé le ton plus accommodant adopté par la Banque Centrale Européenne lors de ces dernières communications, laissant entrevoir de possibles actions pour assouplir davantage sa politique monétaire. En outre, la teneur des échanges des banquiers centraux a également confirmé que des travaux étaient en cours sur diverses mesures expansionnistes supplémentaires. Au niveau politique, le président du conseil Giuseppe Conte a finalement présenté sa démission, mettant ainsi fin à la coalition entre la Ligue et le mouvement 5 étoiles (M5S). Reste désormais à savoir si une nouvelle coalition pourra voir le jour : le M5S pourrait tenter de former une coalition avec le Parti Démocrate ou bien le M5S et la ligue pourraient tenter, à nouveau, de former une coalition de gouvernement. En l'absence d'accord, de nouvelles élections pourraient être convoquées.

## Suivi Macroéconomique

### Asie et autres émergents

« Les indicateurs conjoncturels japonais résistent, temporairement »



En **Chine**, la PBoC a modifié le cadre de sa politique monétaire pour utiliser le taux préférentiel de prêt (LPR « Loan Prime Rate ») comme taux de référence. Le mécanisme de pricing a été modifié avec comme référence le taux de facilité à moyen terme (MLF « Medium term lending facility »), un des instruments de la PBoC pour injecter de la liquidité interbancaire. Le nouveau LPR sera déterminé par le taux un-an MLF et un spread établi par les banques. Au regard des besoins de stimuli monétaires de l'économie, ce changement est un préalable à une prochaine baisse des taux d'intérêt, associées à une meilleure transmission de la politique monétaire en réduisant le coût de financement des entreprises

et des ménages. En réponse aux mesures tarifaires américaines, la Chine a annoncé vendredi 23 août la hausse des droits de douanes sur 75 Mds\$ d'importations américaines, de 5% à 10% à compter du 1er septembre (produits agricoles, pétrole brut) et du 1er décembre (automobile et produits agricoles), confirmant l'escalade des tensions commerciales. **A Hong-Kong**, le directeur général de la compagnie aérienne Cathay Pacific a dû démissionner suite à son soutien aux manifestants pro-démocratie. Au-delà des risques économiques associés à une probable récession fin-2019/début-2020, il y a les risques financiers/bancaires avec des fuites de capitaux à court terme, et de réputation/confiance à plus long terme.

**En Corée**, les premières estimations indiquent que les exportations (sur les 20 premiers jours) diminuent de -13,3% en rythme annuel (GA) en août (contre -13,6% en juillet), notamment vers la Chine (-20%) et le Japon (-13%). Il s'agit du 9<sup>ème</sup> mois de baisse et touchant plus particulièrement le secteur des semi-conducteurs (-30%). Parallèlement, les importations se réduisent de -2,4% (après -10,3% en juillet).

**Au Japon**, les exportations enregistrent un recul plus limité à -1,6% en rythme annuel (GA) en juillet (contre -6,6% en juin) du fait de l'augmentation de 8,4% vers les Etats-Unis (contre 4,9% en juin) et du rebond vers l'Europe à 2,2% (après -6,7% en juin). Les importations reculent à seulement -1,2% en juillet (après -5,2% en juin), grâce à une demande intérieure plus forte et des achats anticipant la hausse de la TVA d'octobre. Le solde commercial (ajusté des variations saisonnières) ressort ainsi en déficit à -127Mds de yen (contre -34 Mds en juin). Malgré ce regain temporaire, dans un contexte de conflits commerciaux multiples et prégnants, de ralentissement de la demande extérieure (notamment asiatique) et d'appréciation du yen (+5,7% entre le 12 avril et le 23 août), les perspectives commerciales restent sombres dans les mois à venir. En outre, le secteur manufacturier est toujours dans un état critique puisque le PMI ressort en contraction depuis 4 mois, à 49,5 en août (49,4 en juillet), principalement en raison de la chute des commandes d'exportations. En revanche, le PMI service s'affiche en nette hausse à 53,4 en août (51,8 en juillet) grâce à la demande intérieure. Les services augmentent à leur rythme le plus élevé depuis octobre 2017, traduisant une bonne résistance aux risques de contagion du secteur manufacturier. Au total, l'indice composite ressort en hausse à 51,7 en août (51,2 en juillet) et laisse espérer une confirmation des bons chiffres de croissance au T3 (après un bon T2 à 1,2% GA). Toutefois, le T4 risque d'être plus fortement affecté, en raison à la fois du ralentissement de la demande extérieure (tensions commerciales et faiblesse de la demande chinoise) et de la hausse de la TVA d'octobre. L'inflation s'inscrit en légère baisse à 0,5% en juillet (0,7% en juin) du fait des prix alimentaires et du pétrole, alors que l'inflation sous-jacente reste stable à 0,6% en juillet. Dans les mois à venir, l'inflation (hors taxe d'octobre) pourrait diminuer davantage avec les baisses des prix du pétrole et des frais de scolarité, et l'appréciation du Yen. Dans ce contexte désinflationniste et de perspectives d'activité défavorables liées aux difficultés extérieures, la Banque du Japon (BoJ) pourrait intervenir plus rapidement pour soutenir l'activité et tenter de limiter l'appréciation du yen.

Dans les **autres émergents**, certaines devises se déprécient significativement depuis le début du mois, le peso argentin de plus de -20%, le real brésilien, le rand sud-africain et la lire turque de -6%. La banque centrale indonésienne a baissé son taux directeur de 25 points à 5,50% le 23 août.

## Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		févr.-19	mars-19	avr.-19	mai-19	juin-19	juil.-19	août-19	
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	2,7	2,3	0,7	1,7	1,1	0,5		
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	2,3	2,8	2,7	2,6	2,5			
	Créations / Destructons nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	56	153	216	62	193	164		
	Exportations (volume, CVS, GA%)	3,1	0,3	-2,3	-1,1	-1,3			
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	3,4	3,2	3,2	3,1	3,1	3,2		
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,5	1,9	2,0	1,8	1,7	1,8		
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (valeur, NCVS, Mds €)	4422,2	4427,5	4448,5	4473,1	4472,6		
		Taux de chômage (%de la population active)	7,8	7,7	7,6	7,6	7,5		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,5	1,4	1,7	1,2	1,2	1,1	
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	94,4	93,6	92,4	94,3	93,7	92,1	91,1
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	4,3	3,6	0,6	1,5	3,9		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	-8,0	-6,0	-5,0	-8,5	-3,7		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	2,9	2,9	-0,2	-0,5	-0,5		
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	100,3	99,3	98,7	98,5	95,3	95,5	
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	11,4	10,6	11,6	12,2	11,6	8,8	
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	-1,9	-2,1	0,5	-0,3	-0,6		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	0,7	-0,8	1,1	3,9	0,0		
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	7,2	6,2	3,3	12,0	2,4		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	0,7	-1,7	-1,4	-0,7	-1,2		
		PMI Manufacturier (Indice)	47,7	47,4	49,1	49,7	48,4	48,5	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	3,4	1,8	4,1	6,8	0,9		
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	0,0	-2,9	1,8	1,4	1,8		
		PMI Manufacturier (Indice)	49,9	50,9	51,8	50,1	47,9	48,2	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	2,0	-3,3	7,3	5,4	3,5		
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-0,2	1,4	-1,4	0,5	-0,6		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	4,2	6,9	5,0	2,3	3,8	3,2	
		Inflation (prix à la consommation, GA%)	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	2,1	
Asie	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	1,2	1,4	2,0	6,1	1,9		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-1,4	0,0	-3,8	-9,5	-3,5	-4,1	
		Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-0,7	-1,4	-0,4	-0,5	0,3		
	Chine	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	0,2	0,5	0,9	0,8	0,7	0,6	
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	5,3	8,5	5,4	5,0	6,3	4,8	
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	-3,2	-0,6	0,4	-0,7	-1,0	-0,4	
		Importations (valeur, NCVS, GA%)	-4,7	-7,6	4,2	-8,5	-7,4	-5,6	
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	-1,5	-3,2	-3,5	8,5	-4,3		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	3,9	4,6	4,9	4,7	3,4	3,2	
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	4,1	1,3	4,7	0,9	3,4	2,9	
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,2	5,3	5,2	5,1	4,7	4,6	

20/06/2019 : date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

CVS : données corrigées des variations saisonnières, NCVS : données non corrigées des variations saisonnières

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/18	20/06/19	23/08/19	Variation depuis le 31/12/18 (% ou pbs)*	Variation depuis le 20/06/19 (% ou pbs)*
<b>Marchés obligataires</b>	Taux directeurs (%)	Fed	2,50	2,50	2,25	-0,25	-0,25
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,75	0,75	0,75	0,00	0,00
		BOJ	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	1,75	1,75	1,50	-0,25	-0,25
		Brésil	6,50	6,50	6,00	-0,50	-0,50
		Russie	7,75	7,50	7,25	-0,50	-0,25
		Inde	6,50	5,75	5,40	-1,10	-0,35
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	2,68	2,03	1,54	-1,15	-0,49
		France OAT	0,71	0,01	-0,37	-1,08	-0,39
		Allemagne	0,24	-0,32	-0,68	-0,92	-0,36
		Italie	2,74	2,15	1,32	-1,43	-0,83
		Royaume-Uni	1,28	0,81	0,48	-0,80	-0,33
		Japon	0,00	-0,17	-0,23	-0,23	-0,07
		Corée du Sud	1,96	1,55	1,25	-0,70	-0,30
		Brésil	9,24	7,83	7,25	-1,99	-0,58
		Russie	8,52	7,32	7,13	-1,39	-0,18
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	223,6	235,5	240,5	7,57	2,12
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,15	1,13	1,11	-2,8	-1,3
		Sterling	0,90	0,89	0,91	1,2	2,3
		Yen	125,8	121,2	117,5	-6,6	-3,0
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1116	1162	1211	8,5	4,2
		Real brésilien	3,9	3,8	4,1	6,4	7,4
		Rouble	69,7	62,9	66,0	-5,3	4,9
		Roupie indienne	69,8	69,7	71,7	2,7	2,8
		Yuan	6,9	6,9	7,1	3,2	3,6
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	2507	2954	2847	13,6	-3,6
		Japon - Nikkei 300	301	317	306	1,6	-3,5
		France - CAC 40	4731	5536	5327	12,6	-3,8
		Allemagne - DAX	4863	5516	5184	6,6	-6,0
		Zone euro - MSCI EMU	108	123	118	9,5	-4,0
		Royaume-Uni - FTSE 100	6728	7424	7095	5,5	-4,4
		Corée du Sud - KOSPI	2041	2131	1948	-4,5	-8,6
		Brésil - Bovespa	87887	100303	97668	11,1	-2,6
		Russie - MICEX	2359	2780	2661	12,8	-4,3
		Inde - SENSEX	36068	39602	36701	1,8	-7,3
		Chine - Shangai	2494	2987	2897	16,2	-3,0
		Hong Kong - Hang Seng	25846	28550	26179	1,3	-8,3
		MSCI - BRIC	949	1058	982	3,5	-7,2
	Euro	S&P (€)				16,9	-2,3
		Nikkei 300 (€)				8,8	-0,5
		FTSE 100 (€)				4,3	-6,6
	<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	375	450	360	-4,1
Indice CRB**			409	412	392	-4,1	-4,7
Energétiques		Pétrole (Brent, \$ par baril)	54	64	59	10,3	-7,9
Métaux précieux		Prix de l'once d'Or	1281	1393	1527	19,1	9,6
		Prix de la tonne de cuivre	5965	5973	5633	-5,6	-5,7

\*Variations en points de base (pbs) pour les taux souverains et les taux directeurs

\*\*CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie.

20/06/2019 : date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs des droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.