

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

11 mai 2020

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

## Sommation

### Sommaire

#### Suivi des marchés

Marchés obligataires  
Marchés actions

p2

#### Suivi macroéconomique

Etats-Unis  
Europe  
Asie

p3

Les juges de la Cour Constitutionnelle allemande ont donné 3 mois à la Banque Centrale Européenne pour établir de façon circonstanciée que son programme d'achat du secteur public (PSPP), partie essentielle de sa politique monétaire, n'a pas d'effets disproportionnés (et donc indésirables pour les juges allemands) au regard des méfaits de politiques économique et budgétaire. Ce faisant, la BCE serait alors au-delà de son mandat et surtout en violation de la Constitution allemande. Outre la question de l'affirmation et de la légitimité démocratique du contrôle de l'organe supranational, ce jugement vise les effets déflationnistes sur les produits de l'épargne des Etats où les taux d'intérêt sont devenus nuls ou négatifs. Une baisse des revenus diagnostiquée depuis longtemps dans nos Perspectives Economiques et Financières. Autres observations relevées par l'organe consulaire et partagées dans nos analyses, la fuite en avant de l'endettement, les effets de mauvaise allocation des capitaux et la survie artificielle d'entreprises zombies.

Par ailleurs, si cet avis de la Cour de Karlsruhe ne vise pas le plan d'achats d'actifs décidé pour compenser les effets de la pandémie (PEPP) et ne conteste pas non plus la reconnaissance par la Cour de Justice de l'Union Européenne sur la non-monetisation des dettes publiques, il pousse toutefois tout investisseur de long terme à la nécessaire réflexion sur l'avenir de la zone euro. Cette hypothèse d'un éclatement de la zone euro est d'ailleurs le fondement des stratégies d'investissement déployées dans notre fonds Covéa Ultra Flexible depuis 2016.

Nous verrons le 5 août prochain si les réponses de la BCE auront satisfait les sages de la cour allemande. Dans le cas contraire, une nouvelle page de la coopération européenne s'ouvrirait avec des effets de taille sur les marchés de taux et les parités de la monnaie unique avec les autres devises.

# Suivi des Marchés

## Obligataires

Aux Etats-Unis, la semaine est marquée par l'annonce d'un programme de refinancement record pour le trimestre en cours. Au cours du trimestre, les montants émis vont être augmentés de 4 à 6 Md\$ sur chaque maturité (2, 3, 5, 7, 10, 30 ans) à chaque adjudication. De plus un nouveau titre à 20 ans va être émis à hauteur de 20Md\$ par mois. Côté demande, la Fed a annoncé une nouvelle réduction de son rythme d'achat de Treasuries quotidien sur le marché secondaire, de 8 à 7 Md\$ pour la semaine à venir. Dans ce contexte, on assiste à une pentification de la courbe américaine. Le taux 2 ans est en baisse de 3pb à 0,16% alors que les taux 10 et 30 ans sont en hausse de respectivement 7pb et 13pb à 0,68% et 1,38%. En Zone Euro, les volumes d'émissions souveraines sont importants. Sur les marchés de taux, les rendements à 10 ans sont en hausse de 7pb à -0,04% en France et de 8pb à 1,85% en Italie.

## Actions

Les marchés actions européens sont stables sur la semaine et restent en repli de 20,7% depuis le début de l'année (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne). La semaine a été rythmée par la poursuite des publications des entreprises pour le premier trimestre 2020. Celles-ci ont de nouveau pesé sur le secteur de la finance qui signe la plus forte baisse hebdomadaire (-2,7%). La Société Générale (-7%) est notamment affectée par son activité de BFI et par la forte volatilité constatée. Unicredito (-6,4%) fait état d'un coût du risque élevé et reporte ses objectifs de moyen terme. Le secteur de la Finance reste la moins bonne performance depuis le début de l'année (-36,5%). En dépit du contexte de pandémie et de ralentissement économique qui en résulte, certaines valeurs se démarquent néanmoins positivement à l'occasion de leurs publications. A ce titre, Zalando et Delivery Hero, dont l'activité est largement liée aux commandes sur internet, signent les deux plus fortes progressions hebdomadaires de l'indice MSCI EMU (respectivement +20% et +13,5%). Les valeurs de santé Siemens Healthineers et de Fresenius démontrent également des progressions d'activité depuis le début de l'année. Le secteur de la Santé affiche la meilleure résistance sectorielle avec un repli de 2,9% sur 2020.

D'un point de vue géographique, l'indice pays espagnol signe une des moins bonnes performances de la semaine (-2%) alors que le parlement espagnol vote un prolongement de l'Etat d'urgence de deux semaines jusqu'au 25 mai prochain.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 progresse de 3,5% sur la semaine. Tous les secteurs sont en progression au premier rang desquels l'énergie qui bénéficie de la remontée de près de 30% des cours du pétrole. La technologie continue de sur performer devant la consommation discrétionnaire. Ces 2 secteurs, relativement épargnés par les effets du COVID-19, affichent une croissance moyenne des bénéfices positive au premier trimestre. A l'inverse, les valeurs cycliques ainsi que les défensives sous performent. La semaine a été marquée par un grand nombre de publications de résultats d'entreprises et, alors que 80% d'entre elles ont à présent publié, leurs commentaires font ressortir, dans l'ensemble, des perspectives de stabilisation voire d'amélioration en avril mais des incertitudes sur les perspectives annuelles. Disney, affecté par la fermeture de ses parcs, prend des mesures d'économies entraînant la suppression de son dividende et le licenciement de près de 120 000 employés. Mondelez, Danaher et Becton Dickinson parviennent en revanche à afficher des croissances organiques positives.

Les marchés asiatiques ont légèrement baissé sur la semaine sur fond de tensions accrues entre Washington et Pékin. Notons aussi la fermeture de nombreux marchés durant la semaine

Parmi les meilleurs performeurs, notons que l'Australie, grâce à la publication de données macroéconomiques résilientes est en tête du classement sur la semaine. S'en suit le Japon, dont la réouverture en fin de semaine (pour cause de Golden Week), grimpe sur la semaine sur fond d'optimisme quant à la possibilité de levée rapide de l'état d'urgence. Enfin, la Chine affiche également une hausse à la suite de publication de données du commerce.

A l'inverse, l'Inde baisse fortement sur la semaine. Le pays a publié des données macroéconomiques extrêmement dégradées et l'administration du pays a déclaré augmenter significativement ses emprunts. Enfin, l'Indonésie baisse également suite à la publication des chiffres de croissance pour le premier trimestre 2020. La récession dans laquelle le pays est plongé est la pire que le pays ait connu depuis 2001.

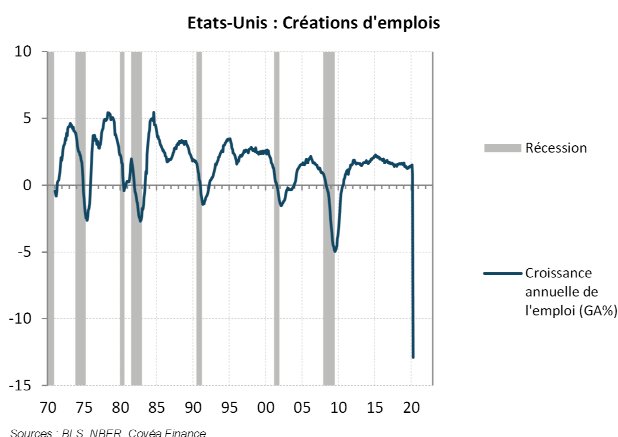
# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« L'économie américaine a supprimé 20,5 millions d'emplois en avril »

**Aux Etats-Unis, le rapport d'emploi d'avril publié par le BLS (Bureau of Labor Statistics) confirme l'ampleur du coup porté au marché du travail.** Le nombre de destructions d'emplois a atteint un niveau record de 20,5 millions de postes (enquête réalisée la semaine du 12 avril). L'emploi a chuté dans tous les secteurs, avec des pertes particulièrement substantielles dans les loisirs et le tourisme (-7,6 millions), la distribution de détail (-2,1 millions), mais aussi les services de santé et assistance sociale (-2,1 millions). Dans la production de biens, le manufacturier enregistre 1,3 millions suppressions de postes et la construction 975 000. Le secteur minier, beaucoup moins intensif en travail, détruit 50 000 emplois sur le mois. Dans l'enquête réalisée auprès des ménages (à partir de laquelle est défini le taux de chômage), environ 80% des personnes

ayant perdu leur emploi disent être en chômage temporaire, en répercussion des mesures de confinement prises ces dernières semaines. L'incertitude quant à la durée de la crise sanitaire pourrait néanmoins faire basculer ces personnes vers une perte durable d'emploi. Par ailleurs, le nombre de personnes déclarant être à temps partiel pour raisons économiques passe de 5,7 millions à 10,9 millions. Le taux de chômage augmente de 10,3 points et atteint 14,7% de la population active et le taux de participation à la population active chute de 2,5 points à 60,2%. Concernant les rémunérations, les destructions de postes ayant touché particulièrement les bas salaires (distribution, restauration...), le salaire horaire moyen fait un bond de 4,7% sur le mois.



**Concernant les données d'enquête, l'indicateur ISM dans le secteur des services a atteint en avril un nouveau point bas depuis 2009, à 41,8 (52,5 en mars), suite aux mesures**

sanitaires ayant conduit à la fermeture de nombreuses activités de services. Les sous-composantes de l'indice décrivent une contraction très marquée du secteur, avec les nouvelles commandes à 32,9, le niveau d'activité à 26 et l'emploi à 30 (un niveau inférieur à 50 désigne une contraction par rapport au mois précédent). Tout comme pour l'ISM manufacturier, la composante délai de livraison est en forte hausse à 78,3, reflétant les perturbations liées aux mesures de confinement.

**L'enquête trimestrielle de la FED sur les conditions de crédit rend compte d'un durcissement au premier trimestre des conditions d'octroi de crédit aux entreprises.** Le resserrement concerne à la fois les prêts aux PME et aux grandes entreprises. L'enquête a été réalisée entre le 23 mars et le 3 avril et prend donc en compte les impacts de l'épidémie de covid-19. Les conditions de crédits se resserrent aussi drastiquement pour les prêts à la consommation, tandis que les conditions restent globalement inchangées pour les prêts immobiliers résidentiels. Du côté de la demande, les banques décrivent une baisse importante du côté des crédits à la consommation, particulièrement pour les prêts automobiles, tandis que la demande de prêts émanant des entreprises est en légère hausse.

**Du côté du commerce extérieur, le déficit de la balance des biens et services s'est dégradé en mars (44,4 Mds\$ en valeur, après 39,8 en février), à la faveur d'une contraction plus marquée des exportations (-9,6% en glissement mensuel) que des importations (-6,2%).** La balance des services reste stable à +21 Mds\$, tandis que celle des biens passe de -61 à -65 Mds\$. Les exportations de biens intensifs en capital et d'automobiles s'inscrivent en repli, tandis que celles de produits alimentaires et boissons sont stables, une dichotomie reflétant les problématiques d'arrêts de production de certains secteurs en raison des mesures sanitaires. Par pays, le déficit vis-à-vis de la Chine se réduit en raison d'une baisse marquée des importations, tandis que le solde se creuse vis-à-vis de l'Union européenne du fait d'un rebond des importations.

**Les tensions se font de plus en plus vives entre les Etats-Unis et la Chine, tant sur le plan de la gestion de la crise sanitaire (voir Asie), que sur le plan commercial.** Le Président Donald Trump a déclaré cette semaine qu'il surveillait de près le respect par Pékin de ses engagements d'achats de produits américains prévus dans l'accord de phase 1 signé en janvier 2020. Celui-ci prévoit que la Chine augmentera de 200 Mds\$ sur 2 ans ses importations en provenance des Etats-Unis, par rapport au niveau de 2017. Si cet objectif a été depuis le début décrit comme difficilement atteignable, le nouveau contexte dans lequel le monde a basculé avec la pandémie de covid-19 le rend presque irréalisable. Confirmant le durcissement de la ligne adoptée par l'administration américaine vis-à-vis de la Chine depuis quelques semaines, le Président Trump a évoqué la possibilité d'initier de nouvelles hausses de droits de douanes en cas de non respect de l'engagement.

# Suivi Macroéconomique

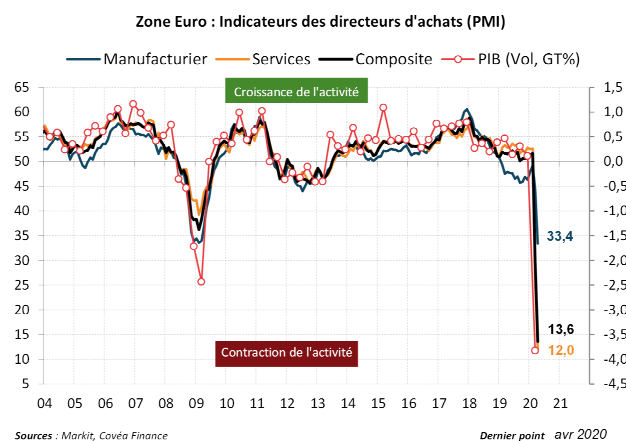
## Europe

« La cour constitutionnelle allemande juge que le PSPP dépasse le mandat de la BCE »

**La Cour constitutionnelle allemande (CCA) considère que le programme d'achat d'obligations souveraines de la Banque Centrale Européenne (PSPP) dépasse son mandat.** La Cour donne trois mois à la BCE pour justifier et démontrer la proportionnalité de son action par rapport à son mandat, faute de quoi la Bundesbank ne participera plus au PSPP. Cette décision va à l'encontre de l'avis de la Cour de Justice de l'Union Européenne (CJUE) du 11 décembre 2018, qui avait précédemment validé l'action de la BCE. Or, et comme la CJUE l'a répondu par la suite, la CJUE est la « seule compétente pour constater qu'un acte d'une institution de l'Union est contraire au droit de l'Union ». La décision de la Cour semble donc remettre en cause la hiérarchie des normes européennes. Le programme PEPP, lancé pour faire face à la pandémie, n'est pas concerné par la décision mais pourrait faire l'objet d'une plainte distincte, notamment en lien avec la suppression de la limite de 33% de détention d'une ligne obligataire (considéré comme un garde-fou de l'action de la BCE).

**La Commission européenne a publié ses dernières prévisions de croissance.** Elle anticipe une contraction de l'économie de 7,8% en 2020 suivi d'un rebond de 6,3%. Par pays, le recul serait plus prononcé en Italie (-9,5%) et en Espagne (-9,4%). La contraction serait de 8,2% en France et de 6,5% en Allemagne. Dans ce contexte, le taux de chômage atteindrait 9,5% en 2020 avant de refluer à 8,2% en 2021.

**Les indices des directeurs d'achat (PMI) enregistrent des niveaux historiquement bas en avril.** Ce déclin des PMI ne surprend pas dans un contexte d'épidémie, de confinement de la population et d'arrêt d'une grande partie des activités productives. L'enquête indique une dégradation de l'emploi et une baisse des prix. Le déclin est bien plus marqué pour le PMI services, qui recule à 12 pts (contre 26,4 pts en mars) alors que le PMI du secteur manufacturier atteint 33,4 points (contre 44,5 pts).



L'indice PMI composite indique pour sa part un recul à 13,6 pts en avril (contre 29,7 pts en mars). Dans les principaux pays de la Zone euro, le PMI composite atteint 9,2 pts en Espagne (contre 26,7), 11,1 pts en France (contre 28,9) et 10,9 pts en Italie (contre 20,2). Malgré une très forte contraction, l'Allemagne reste relativement moins affectée avec un PMI à 17,4 pts (contre 35).

**Les ventes au détail se sont effondrées en mars.** Le volume des ventes du commerce de détail a chuté de 11,2% dans la zone euro par rapport à février 2020. Le détail par produits illustre les

effets du confinement avec un recul de 23,1% pour les produits non-alimentaires et 20,8% pour les carburants. En revanche, les ventes au détail de produits alimentaires progressent de 5%, une augmentation importante en partie liée aux effets de stockage qui ont précédé le début du confinement. **La production industrielle fait également les frais des mesures de confinement.** En mars, la production industrielle manufacturière enregistre ainsi un recul mensuel de 18,2% en France et de 11,5% en Allemagne. Ce repli touche quasiment l'ensemble des branches industrielles. Les secteurs des biens d'équipements et de transports apparaissent particulièrement touchés, notamment la production automobile. La baisse est moins importante dans l'industrie agro-alimentaire, où certaines sous-branches seraient par ailleurs en croissance. Enfin, le secteur pharmaceutique français se distingue en enregistrant sur la période une forte croissance (+16%). Enfin, les commandes à l'industrie allemande enregistrent leur plus fort recul historique (-15,6%). En avril, **le marché du travail se détériore en Espagne** avec une hausse de 8% du nombre de demandeurs d'emploi sur un mois (+282 891). En incluant le chômage partiel, le nombre d'employés bénéficiant de l'allocation chômage a augmenté de 137% à 5 197 451.

**Le parlement espagnol a voté un prolongement de l'Etat d'urgence** jusqu'au 25 mai (contre un terme initialement prévu le 11 mai) qui ne fait pas l'unanimité dans l'opposition. L'état d'urgence permet au gouvernement de maintenir légalement le confinement de la population et de gouverner par décret. **En Italie, un nouveau plan de relance est attendu pour le semaine du 11 mai.** D'après un document provisoire ayant fuité dans la presse, ce plan pourrait atteindre 55 Mds € (3% du PIB) et soutenir les entreprises via notamment des subventions, des allègements fiscaux, des prises de participation au capital, la réduction de certaines factures, le remboursement de loyers et des fonds pour les allocations de chômage. **L'Eurogroupe** a confirmé que les pays de la Zone euro pourront avoir accès à l'ESM pour un montant maximal de 2% du PIB. Les prêts accordés dans ce cadre auront une maturité de 10 ans.

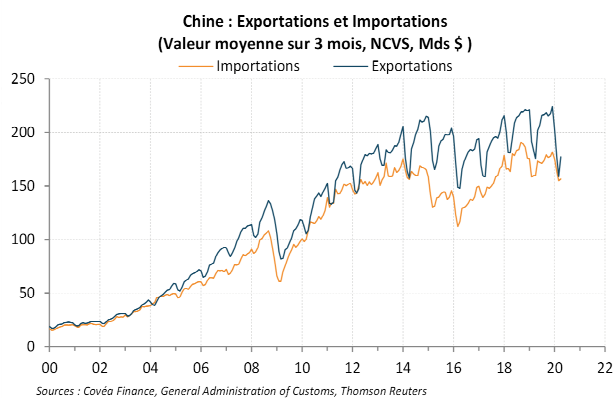
**Au Royaume-Uni,** la Banque d'Angleterre (BoE) a décidé à l'unanimité de laisser son taux directeur inchangé à 0,1% lors de sa réunion. Le comité de politique monétaire a également décidé de laisser le montant du programme d'achat d'actifs inchangé à sept voix contre deux, soit un stock de 645 Mds £. Deux membres ont toutefois voté pour une augmentation de 100 Mds £ du programme. Selon la BoE, le stock d'actifs détenu devrait atteindre 645 Mds £ dès juillet. Dans ce contexte, une hausse du programme pourrait être annoncée dès la prochaine réunion, début juin. La BoE a également publié un scénario macroéconomique « illustratif » dans lequel elle prévoit un recul très important de l'activité en 2020 (-14%) suivi d'un rebond

# Suivi Macroéconomique

tout aussi massif en 2021 (+15%). **Le gouvernement a enfin présenté son plan de déconfinement progressif.** Les commerces et certaines écoles devraient rouvrir à partir du 01/06 et les commerces et certaines écoles à partir de juillet, uniquement en Angleterre. Le confinement restera en place au Pays de Galles et en Ecosse, où les pouvoirs exécutifs locaux se montrent critiques vis-à-vis de la politique de déconfinement de B. Johnson.

## Asie et autres pays émergents

« La Banque Centrale de Chine a signalé avoir abaissé les taux de sa facilité de prêt permanente »



**En Chine,** les exportations ont progressé de 3,5% au mois d'avril sur un an glissant. Selon les analystes, cette hausse sur le mois serait probablement liée à un effet de rattrapage des exportations qui n'ont pas pu se faire en janvier et février, sans remettre en question le risque de dégradation des flux commerciaux au regard de l'affaiblissement de la demande mondiale et des signaux de contraction renvoyés par la composante *commandes à l'export* des indicateurs de confiance des directeurs d'achat (PMI).

Dans son rapport de politique monétaire du premier trimestre publié dimanche, la PBoC a signalé avoir abaissé les taux de sa facilité de prêt permanente (SLF) sur le mois d'avril de 30 points de base le 10 avril dernier, abaissant les coûts d'emprunt à 1 jour, à 7 jours et à 1 mois à respectivement 3,05%, 3,2% et 3,55%.

Sur le plan international, Donald Trump maintient la pression sur les autorités chinoises pour que la transparence soit faite sur l'origine du Covid-19. Le président des Etats-Unis a signalé que son pays publiera de son côté un rapport détaillant leur analyse des origines du virus. Bien que la plupart des experts s'accordent sur une origine animale du Coronavirus avec pour point de départ un marché de vente d'animaux sauvages de Wuhan, la possibilité d'un virus qui se serait « échappé » en raison de défaillances des mesures de sécurité a été rapidement évoquée, du fait de la localisation à Wuhan d'un laboratoire de virologie. C'est cette théorie que semble aujourd'hui privilégier le président américain.



# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		#NOM?	déc.-19	janv.-20	févr.-20	mars-20	avr.-20	mai-20	
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	#NOM?	-0,8	-0,9	0,0	-5,5			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	#NOM?	3,3	3,0	3,2	-5,0			
	Créations / Destructions nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	#NOM?	184	214	230	-870	-20500		
	Exportations (volume, CVS, GA%)	#NOM?	1,6	-1,8	0,4	-5,0			
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	#NOM?	3,0	3,1	3,0	3,3	7,9		
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	#NOM?	2,3	2,5	2,3	1,5			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	#NOM?	4463,3	4479,7	4483,4	4597,1		
		Taux de chômage (%de la population active)	#NOM?	7,3	7,3	7,3	7,4		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	#NOM?	1,3	1,4	1,2	0,7	0,4	
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	#NOM?	93,1	93,5	93,9	80,6	69,8	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	#NOM?	2,8	2,4	2,7	-3,4		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	#NOM?	-8,7	-0,9	1,9	-15,8		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	#NOM?	-0,7	-0,9	1,6	-11,7		
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	#NOM?	92,6	92,8	93,3	50,7		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	#NOM?	14,7	9,3	10,8	8,9	-2,8	
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	#NOM?	2,1	-0,9	-1,1	-18,1		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	#NOM?	-2,9	-3,0	-1,7	-17,3		
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	#NOM?	-2,2	-5,4	-1,3	-18,4		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	#NOM?	-3,4	-0,6	-2,3	-29,3		
		PMI Manufacturier (Indice)	#NOM?	46,2	48,9	48,7	40,3	31,1	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	#NOM?	4,1	2,5	4,5			
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	#NOM?	1,1	-2,7	-1,5	-12,2		
		PMI Manufacturier (Indice)	#NOM?	47,4	48,5	50,4	45,7	30,8	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	#NOM?	4,1	2,6	2,9			
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	#NOM?	-2,2	-2,7	-2,8			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	#NOM?	0,6	0,9	0,0	-5,9		
Inflation (prix à la consommation, GA%)		#NOM?	1,3	1,8	1,7	1,5			
Asie	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	#NOM?	-2,8	-4,4	-3,1	-6,9		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	#NOM?	-5,4	-3,2	-5,4	-9,4		
		Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	#NOM?	-0,2	1,1	0,8	0,1		
	Chine	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	#NOM?	0,8	0,7	0,5	0,4		
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	#NOM?	6,9		-13,5	-1,1		
Autres émergents	Brésil	Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	#NOM?	1,5		-39,2	-25,9		
		Importations (valeur, NCVS, GA%)	#NOM?	16,2		126,5	-0,9	-14,2	
Autres émergents	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	#NOM?	-2,2	0,0	0,2	-7,9		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	#NOM?	4,3	4,2	4,0	3,3	2,4	
			Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	#NOM?	1,8	1,1	3,3	0,4	
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	#NOM?	3,0	2,4	2,3	2,6	3,1	

05/03/2020 : date de nos dernières Perspectives Économiques et Financières

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

Sources : Thomson Reuters, Cov&amp;Finance

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 de 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.