

## Etats-Unis : la Réserve fédérale face à une conjoncture atypique

**L'économie américaine continue de connaître des perturbations et irrégularités du fait du caractère inédit de la crise Covid.** Les Etats-Unis ont connu une forte reprise à la suite de la crise, permise notamment par un policy-mix – politique monétaire et budgétaire – très expansionniste. Les soutiens budgétaires particulièrement généreux ont notamment dopé les revenus des ménages avec deux conséquences toujours visibles aujourd'hui : une augmentation significative de leur épargne (de l'ordre de 12% du PIB) et une focalisation de leur demande sur la consommation de biens, notamment de biens durables. Une autre perturbation forte post-Covid est la déstabilisation du marché du travail américain. Contrairement à l'Europe, les entreprises américaines ont massivement licencié pendant le Covid, pour rebaucher très rapidement ensuite. Cette spécificité a eu deux conséquences dont les effets sont encore présents aujourd'hui : une partie des ménages (notamment les plus proches de l'âge de la retraite) n'est pas revenue sur le marché, tandis que ceux qui revenaient ont généré une pression à la hausse sur les salaires.

**Un ralentissement de l'activité se profile, notamment provoqué par le changement de politique économique.** Après cette forte reprise, l'économie est en train de ralentir, le consensus s'attendant à une expansion de seulement 0,4% en 2023, après 2% en 2022. Ce ralentissement est provoqué à la fois par le niveau élevé de l'inflation, qui pèse sur le pouvoir d'achat des ménages, mais surtout par la mise en place de politiques économiques plus restrictives, qui pèsent sur les ménages ainsi que sur les entreprises et donc, à terme, sur le marché du travail. La consommation devrait en conséquence nettement ralentir. Cependant, le surplus d'épargne toujours important ainsi que la dégradation seulement progressive du marché du travail rendent la rapidité d'ajustement incertaine. Du côté des entreprises, le resserrement marqué des conditions financières pèserait sur l'investissement, mais la particulièrement bonne santé financière des entreprises rend là aussi l'ampleur et la rapidité de l'ajustement incertaines.

**La Réserve fédérale (Fed) face à des changements structurels de ses canaux de transmission.** La Fed a amorcé depuis quelques mois un resserrement marqué de sa politique, dans un contexte d'inflation toujours très élevée. Ainsi, depuis le début de l'année, la Fed a augmenté ses taux directeurs de 400 points de base et les marchés anticipent un resserrement supplémentaire de 100 points dans les mois à venir. Les incertitudes précitées sur la rapidité de l'ajustement du comportement des ménages et des entreprises complexifient logiquement l'action de la Fed. Au-delà de ces incertitudes, l'autorité monétaire doit en plus faire face à une autre particularité de ce cycle. En effet, des évolutions structurelles ont modifié les caractéristiques de l'investissement des ménages (marché immobilier résidentiel) et des entreprises, qui pourraient rendre l'action de la banque centrale moins efficace que lors des cycles précédents. Les ménages sont à la fois moins endettés et surtout le sont dorénavant très peu à taux variables, impliquant une tolérance plus forte à la remontée des taux d'intérêt. Par ailleurs, l'investissement immobilier est lui aussi plus faible en part de PIB par rapport aux crises précédentes et il n'y a pas de cycle de surinvestissement des entreprises.

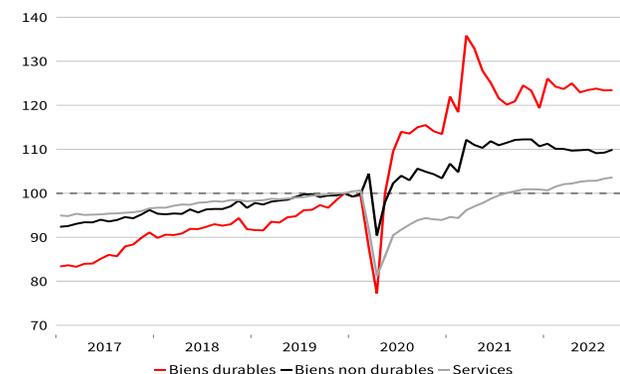
**Pour plus d'informations, n'hésitez pas à lire notre Focus Stratégie**

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les données proviennent de Bloomberg et Macrobond au 25/11/2022, date d'achèvement de cette publication. Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel.



**Les ménages ont focalisé leur demande sur la consommation de biens**

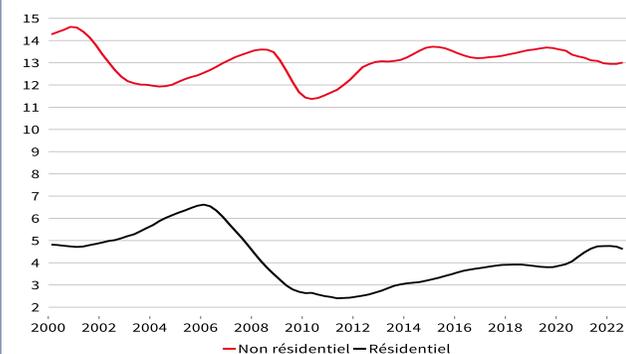
États-Unis: consommation des ménages (base 100 = 12/2019)



Sources : SGPB, Macrobond, BEA Q3 2022, 25/11/2022

**La baisse de l'investissement des ménages et des entreprises modère la transmission du resserrement monétaire**

États-Unis: taux d'investissement (en % du PIB)



Sources : SGPB, Macrobond, BEA 2022 Q3, 25/11/2022

# NOS COMMENTAIRES MACRO-ÉCONOMIQUES

## Les événements de la semaine passée



Les PMI du mois de novembre confirment la contraction de l'activité en Zone euro, l'indice composite étant ressorti sous le seuil de 50, à 47,8 points. Le consensus Bloomberg s'attend en effet à un recul du PIB de 0,4% en rythme trimestriel au 4<sup>e</sup> trimestre 2022. Pour 2023, les dernières estimations de l'OCDE tablent sur une croissance de 0,5% en 2023 dans l'Union monétaire.



Les minutes de la dernière réunion de la Réserve fédérale ont suggéré qu'une majorité de ses membres était favorable à un ralentissement du rythme de hausse des taux. Cela impliquerait une hausse de taux de 50 points de base lors de la réunion de Décembre. En revanche, les récents commentaires de ces mêmes membres indiquent que si l'amplitude des hausses de taux devrait s'affaiblir, le cycle de resserrement monétaire pourrait s'étendre dans le temps. Enfin, les minutes de la Banque Centrale Européenne ont-elles aussi été perçues comme accommodantes, faisant baisser les taux européens.

## Les chiffres de la semaine passée



- Commandes de biens durables (variation sur un mois, octobre)
- Sentiment des consommateurs (novembre)

	Actuel		Prévision	Précédent
1%	↑	0,4%	0,4%	
56,8	↑	55	54,7	



- Indice PMI manufacturier S&P (novembre)
- Indice PMI des services S&P (novembre)

47,3	↑	46	46,4
48,6	→	48	48,6



- Prix à la production (variation sur un mois, octobre)
- Climat des affaires (novembre)
- Confiance des consommateurs (décembre)

-4,2%	↓	0,9%	2,3%
86,3	↑	85	84,3
-40,2	↑	-39,6	-41,9



- Indice PMI manufacturier S&P (novembre)
- Indice PMI des services S&P (novembre)

46,2	→	45,8	46,2
48,8	→	48	48,8

Sources : Macrobond, 25 novembre 2022.

## Événements et chiffres clés de la semaine prochaine

### Mardi



Climat des affaires (novembre)



Inflation (novembre)

### Mercredi



PMI manufacturier et non-manufacturier (novembre)



Inflation (novembre)



Profits, comptes nationaux (Q3), nouvelles offres d'emploi (octobre)

### Judi



Ventes au détail (octobre)



Indices PMI ISM (novembre), indice de prix PCE (octobre)

### Vendredi



Chômage, Emploi hors-agricole (novembre)



Prix à la production (octobre)

# PERFORMANCES DES MARCHÉS

Taux interbancaires	Clôture précédente	-1S	-3M	Début d'année	-12M
ESTER O/N	1,41	1,40	-0,08	-0,59	-0,57
USD SOFR O/N	3,80	3,81	2,27	0,05	0,05
JPY TONAR O/N	-0,07	-0,07	-0,03	-0,02	-0,04
GBP SONIA O/N	2,93	2,93	1,69	0,19	0,05
CHF O/N	0,75	0,74	0,10	-0,71	-0,74

Taux longs souverains	Clôture précédente	-1S	-3M	Début d'année	-12M
OAT 10 ans	2,37	2,48	1,98	0,20	0,15
Bund 10 ans	1,99	2,10	1,32	-0,21	-0,25
BTP 10 ans	3,78	3,92	3,67	1,17	1,08
JGB 10 ans	0,24	0,24	0,22	0,07	0,08
Bonos 10 ans	2,88	3,01	2,56	0,56	0,53
Swiss 10 ans	1,01	1,08	0,77	-0,13	-0,12
Gilt 10 ans	2,99	3,14	2,68	1,02	1,01
UST-note 10 ans	3,71	3,67	3,11	1,52	1,64

Crédit et émergents	Clôture précédente	-1S	-3M	Début d'année	-12M
EUR Corporate Aaa	2,81	2,95	2,21	0,33	0,27
EUR Corporate Baa	4,27	4,39	3,38	0,66	0,62
GBP Corporate Baa	4,10	4,15	3,80	1,52	1,38
USD Corporate Aaa	4,45	4,52	4,02	2,13	2,24
USD Corporate Baa	5,64	5,69	5,04	2,60	2,66
USD EM aggregate	7,81	7,79	6,96	4,33	4,53

Matières premières	Clôture précédente	-1S	-3M	Début d'année	-12M
Brent, USD/BL	84,36	-8,9%	-17,0%	6,7%	2,6%
Or, USD/once	1 749	-1,4%	-0,1%	-4,3%	-2,2%
Cuivre, USD/Tonne métrique	7 995	-4,1%	-0,3%	-17,4%	-18,3%
Platiniun, USD/once	997	-2,3%	12,8%	3,1%	1,3%
Palladium, USD/once	1 883	-10,2%	-5,4%	-4,8%	0,3%
Argent, USD/once	21,27	-3,1%	11,9%	-7,9%	-9,5%

Taux de change	Clôture précédente	-1S	-3M	Début d'année	-12M
EUR/USD	1,03	-0,8%	3,9%	-8,8%	-7,9%
EUR/CHF	0,98	-0,3%	1,4%	-5,6%	-6,7%
USD/GBP	0,83	-1,5%	-2,1%	12,2%	10,5%
USD/JPY	139,73	0,3%	2,2%	21,3%	21,0%
USD/BRL	5,39	0,8%	5,5%	-3,3%	-3,8%
USD/CNY	7,16	1,1%	4,4%	12,7%	12,0%
USD/RUB	60,58	0,3%	0,1%	-19,2%	-19,2%

Indices actions	Clôture précédente	-1S	-3M	Début d'année	-12M
MSCI AC World (USD)	1 074	1,7%	2,6%	-7,4%	-5,6%
Eurostoxx 50	3 946	1,6%	7,6%	-8,2%	-7,7%
Dax 40	14 428	1,4%	9,1%	-9,2%	-9,1%
CAC 40	6 679	1,1%	4,6%	-6,6%	-5,2%
FTSE 100	7 465	1,6%	-0,1%	1,1%	2,5%
SMI	11 094	1,4%	0,7%	-13,8%	-10,5%
SP500	4 027	1,7%	-2,7%	-15,5%	-14,3%
TOPIX	1 995	1,6%	1,4%	0,1%	-1,2%
iBovespa	108 841	-1,3%	-3,6%	3,8%	4,1%
Hang Seng	17 524	-4,0%	-9,1%	-25,1%	-29,0%
Sensex 30	61 511	-0,8%	4,1%	5,6%	5,4%
CSI 300	3 774	-1,6%	-7,6%	-23,6%	-23,3%

Source : Bloomberg, au 25 novembre 2022.

-1S = variation sur 1 semaine, -3M = variation sur 3 mois, -12M = variation sur 12 mois, Début d'année = variation depuis le début de l'année. Actions ; rendement total en devise locale. Obligations souveraines = rendement à 10 ans. Les chiffres sont arrondis.

# AVERTISSEMENT IMPORTANT

## AVERTISSEMENT GENERAL

Ce document est une communication à caractère promotionnel publiée par Société Générale Private Banking, qui est la ligne métier du Groupe Société Générale opérant à travers son siège au sein de Société Générale S.A. en France et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales, ci-après les « Entités »)), localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous la marque « Société Générale Private Banking » et distributeurs du présent document.

En conformité avec la réglementation MiFID telle que transposée en France, la présente recommandation générale d'investissement à caractère promotionnel est une information publicitaire qui n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières, et le prestataire de services d'investissement n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication recommandation.

La lecture de ce document requiert que vous disposiez des compétences et de l'expertise nécessaires pour comprendre les marchés financiers et pour maîtriser l'information financière et économique qu'elle contient. Si tel n'est pas le cas, nous vous remercions de bien vouloir prendre contact avec votre banquier privé, afin que vous ne soyez plus destinataire de ce document. A défaut d'une telle démarche, nous considérerons que vous disposez de toutes les compétences nécessaires à la compréhension du document. Dans l'éventualité où vous ne souhaiteriez plus recevoir ce document, nous vous remercions d'en informer par écrit votre conseiller afin qu'il prenne les mesures nécessaires.

Le présent document de nature informative, sujet à modification, est communiqué à titre purement indicatif et n'a pas de valeur contractuelle.

Le contenu de ce document n'est pas destiné à fournir un conseil en investissement ni un quelconque autre service d'investissement, et ne constitue, de la part de Société Générale Private Banking et de ses Entités, ni une sollicitation, ni une offre, ni une recommandation personnalisée, ni un conseil, en vue d'un investissement dans les classes d'actifs mentionnées. L'information contenue dans ce document n'a pas pour objectif de fournir une base permettant de prendre une décision d'investissement.

Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et Société Générale Private Banking et ses Entités ne fournissent pas de conseil fiscal. Le niveau d'imposition dépend des circonstances individuelles et les niveaux et assiettes d'imposition peuvent changer. En outre, le présent document n'a pas pour objet de fournir des conseils comptables, fiscaux ou juridiques et ne doit pas être utilisé à des fins comptables, fiscales ou juridiques. Des conseils indépendants doivent être sollicités le cas échéant.

Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que Société Générale Private Banking et ses Entités considèrent fiables mais qu'elle n'a pas vérifiées de manière indépendante. Société Générale Private Banking et ses Entités n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données.

Le contenu de ce document ne prend pas en compte d'objectifs d'investissement ni de situations financières spécifiques. Il appartient aux investisseurs de prendre contact avec leurs conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui leur permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document.

L'investissement dans certaines classes d'actifs citées peut ne pas être autorisé dans certains pays ou peut n'être réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. Il est de la responsabilité de toute personne en possession de ce document de s'informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée. Ce document n'est en aucune manière destiné à être diffusé à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Il ne peut notamment pas être diffusé aux Etats-Unis, et ne peut être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des Etats-Unis ou auprès d'une US Person.

## RISQUES GENERAUX

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et éligibles à ces classes d'actifs. En outre, ces classes d'actifs doivent être conformes au Code de Conduite fiscale du Groupe Société Générale.

Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l'inflation, de taux d'intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans ce document sont fournis à titre indicatif et à des fins d'illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans ce document peuvent être amenés à évoluer. Société Générale Private Banking et ses Entités ne s'engagent ni à actualiser ni à modifier le présent document, et n'assumeront aucune responsabilité à cet égard.

# AVERTISSEMENT IMPORTANT

Le présent document a pour seul but d'informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d'investissement sans se fier uniquement à ce document. Société Générale Private Banking et ses Entités ne sauraient être tenues pour responsables en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de ce document ou de son contenu. Société Générale Private Banking et ses Entités n'offrent aucune garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d'actifs, pays, ou marché.

Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer.

Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser. Les scénarios présentés sont des estimations de performances futures, fondées sur des informations passées sur la manière dont la valeur d'un investissement varie et/ou sur les conditions de marché actuelles, et ne sont pas des indications exactes. Le rendement obtenu par des investisseurs sera amené à varier en fonction des performances du marché et de la durée de conservation de l'investissement par l'investisseur. Les performances futures peuvent être soumises à l'impôt, lequel dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et est susceptible de changer à l'avenir.

Pour une définition et description des risques plus complète, veuillez vous référer au prospectus du produit ou, le cas échéant, aux autres documents réglementaires (si applicable) avant toute décision d'investissement.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de Société Générale Private Banking et de ses Entités.

## CONFLITS D'INTERETS

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, Société Générale Private Banking et ses Entités ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts, y compris des murailles de Chine en matière d'information.

Ce document contient les avis de la ligne métier Société Générale Private Banking. Les opérateurs de marché de Société Générale peuvent effectuer des transactions, ou ont effectué des transactions, sur la base des avis et études de ces personnes. De plus, les équipes de Société Générale Private Banking sont rémunérées, en partie, en fonction de la qualité et de la précision de leurs études, des commentaires des clients, des revenus de l'entité Société Générale Private Banking qui les emploie, et de facteurs concurrentiels.

En règle générale, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, chef de file ou chef de file associé à une offre publique d'instruments financiers, effectuer des transactions concernant les titres auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du Groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du Groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacent (y compris leurs dérivés) mentionnés dans ce document, ou dans tout autre actif le cas échéant, et par conséquent tout rendement pour un investisseur potentiel peut en être directement ou indirectement affecté.

Les sociétés du Groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client.

Par ailleurs, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'ont aucune obligation de s'assurer que de telles autres études sont portées à la connaissance de tout bénéficiaire du présent document.

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, Société Générale Private Banking et ses Entités ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts. Pour plus de détails, il est possible de se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts remise.

# AVERTISSEMENT IMPORTANT

## AVERTISSEMENT SPECIFIQUE PAR JURIDICTION

**France** : Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, établissement de crédit prestataire de services d'investissement agréé par et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE ») (sise ECB Tower, Sonnemannstraße 20, 60314 Francfort-sur-le-Main, Allemagne) au sein du Mécanisme de supervision unique banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09), sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), et par sous le contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») (sise 17 Pl. de la Bourse, 75002 Paris). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr.

Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 046 405 540 euros au 1er février 2022, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <http://www.privatebanking.societegenerale.fr/>.

**Luxembourg** : Le présent document a été distribué au Luxembourg par Société Générale Luxembourg (« SG Luxembourg »), société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), et dont le siège social est sis 11 avenue Emile Reuter – L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.societegenerale.lu](http://www.societegenerale.lu). Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de ce document. SG Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. SG Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et SG Luxembourg ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimés dans le présent document (y compris dans ses annexes) reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de SG Luxembourg, sauf indication contraire. Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document.

**Monaco** : Le présent document a été distribué à Monaco par Société Générale Private Banking (Monaco) S.A.M., sise 11 avenue de Grande Bretagne, 98000 Monaco, Principauté de Monaco, régie par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et la Commission de Contrôle des Activités Financières. Les produits financiers commercialisés à Monaco peuvent être réservés à des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions de la loi n° 1.339 du 07/09/2007 et de l'Ordonnance Souveraine n°1.285 du 10/09/2007. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.mc](http://www.privatebanking.societegenerale.mc).

**Suisse** : Le présent document est une publicité au sens de la loi suisse sur les services financiers (LSFin). Il présent document a été distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CH-1204 Genève. SGPBS est une banque autorisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.ch](http://www.privatebanking.societegenerale.ch).

Ce document (i) ne fournit pas d'opinion ou de recommandation sur une société ou un titre particulier, ou (ii) a été préparé hors de Suisse pour le « Private Banking ». Par conséquent, les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur l'indépendance de l'analyse financière ne s'appliquent pas à ce document.

Ce document n'a pas été préparé par SGPBS. SGPBS n'a pas vérifié ni analysé de manière indépendante l'information contenue dans ce document. SGPBS ne supporte aucune responsabilité relative à l'actualité ou autre des informations contenues dans ce document. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document reflètent les vues personnelles de leur auteur et n'engagent pas la responsabilité de SGPBS.

Ce document ne constitue pas un prospectus au sens des articles 652a et 1156 du Code suisse des obligations.

Le présent document n'est pas distribué par les entités du groupe Kleinwort Hambros qui agissent sous la marque « Kleinwort Hambros » au Royaume-Uni (SG Kleinwort Hambros Bank Limited), à Jersey et Guernesey (SG Kleinwort Hambros Bank (CI) Limited) et à Gibraltar (SG Kleinwort Hambros Bank (Gibraltar) Limited). En conséquence, les informations communiquées et les éventuelles offres, activités et informations patrimoniales et financières présentées ne concernent pas ces entités et peuvent ne pas être autorisées par ces entités ni adaptées sur ces territoires. De plus amples informations sur les activités des entités de la banque privée de Société Générale situées sur les territoires du Royaume-Uni, des îles anglo-normandes et de Gibraltar, incluant des informations complémentaires de nature légale et réglementaire, sont disponibles sur [www.kleinworthambros.com](http://www.kleinworthambros.com).