

## ● Le thème de la semaine : France ; au-dessous du volcan

- Malgré la dégradation continue de la dette, la situation n'est, pour l'instant, pas vraiment alarmante. La baisse des taux a réduit considérablement le service de la dette et la soutenabilité n'est donc pas problématique ;
- Cette conclusion tient toutefois si, et seulement si, le déficit important hérité de la période covid est ramené à un niveau plus raisonnable et si les taux restent bas ;
- Une victoire de l'extrême droite pourrait remettre en cause cet équilibre précaire et placer la dette française sur une trajectoire plus qu'inquiétante ;
- Le marché nous semble très complaisant face à ce risque.

## ● La revue des marchés : BCE : flexibilité, optionalité, gradualisme... jusqu'en juin ?

- Lagarde défend une approche prudente, l'euro décroche ;
- Volatilité extrême sur les taux et repentification des courbes ;
- Les swap spreads encore sous pression ;
- Le Nasdaq (-6% en avril) ne résiste pas à la remontée du T-note.

## ● Le graphique de la semaine



Le prix du gaz naturel aux Etats-Unis a dépassé en séance la barre des 8 \$ pour atteindre un plus haut depuis 13 ans. L'offre a du mal à s'ajuster à la forte hausse de la demande après la crise sanitaire.

Ceci est par ailleurs amplifié par la forte progression des exportations de gaz naturel liquéfié vers l'Europe afin de réduire sa dépendance au gaz russe.

Les stocks sont ainsi 18% inférieurs à la normale alors qu'une baisse des températures est attendue à la fin du mois.

## ● Le chiffre de la semaine

# 101

Source : Ostrum AM

Pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis mars 2020, l'indice DXY du dollar a dépassé les 101 en raison de l'anticipation d'un relèvement agressif des taux de la Réserve Fédérale par rapport aux autres banques centrales.



**Stéphane Déo**  
Directeur stratégie marchés  
stephane.deo@ostrum.com



**Axel Botte**  
Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

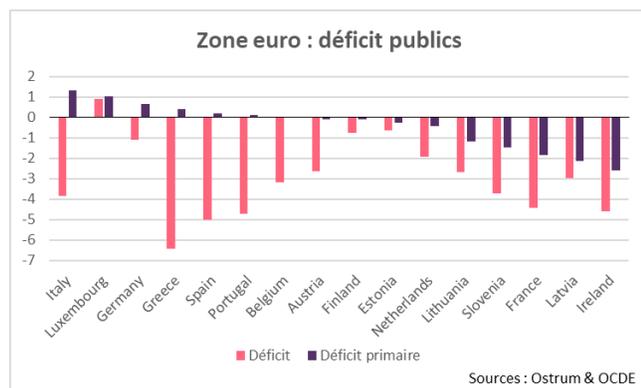
● **Thème de la semaine**

# France ; au-dessous du volcan

**Malgré la très forte progression de la dette publique depuis deux décennies, la soutenabilité de la dette française n'est pas vraiment un sujet d'inquiétude. Dans l'hypothèse que l'énorme déficit de 2021, largement dû à la crise de la Covid se réduise, le niveau de dette se stabilisera. Mais ceci doit beaucoup au niveau des taux qui permet de supporter un niveau de dette élevé sans que le coût explose. Si le marché prenait peur après les élections présidentielles et les taux montaient, tout ceci deviendrait beaucoup plus compliqué.**

## Un déficit chronique

La France n'est pas un modèle d'orthodoxie budgétaire. D'après le dernier « Outlook » de l'OCDE, le déficit moyen de la France depuis 2004 est de 4,4 % du PIB. Ce chiffre place la France en 12<sup>e</sup> position parmi les 16 pays de la zone euro sur le graphique ci-dessous.

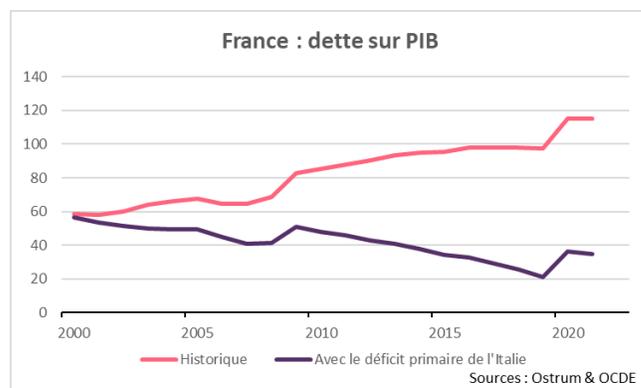


Il faut ajouter que, sur cette période, la dette sur PIB de la France était inférieure à la moyenne de la zone euro, certes de peu, jusqu'en 2014, et qu'elle a bénéficié de taux d'intérêt relativement bas par rapport à la moyenne de la zone euro. En conséquence, le service de la dette est resté limité et très en deçà de la moyenne. En d'autres termes, le déficit primaire (i.e. le déficit avant service de la dette) place la France à un niveau encore plus préoccupant. Le déficit primaire a été en moyenne de 1,9 % sur la période, ce qui

place la France au 14<sup>e</sup> rang. Nous ne sommes « battus » que par la Lettonie et l'Irlande.

Pour illustrer le propos, nous avons fait une simulation de la trajectoire de dette française si la France avait eu le solde primaire de l'Italie sur toute la période.

Toujours en utilisant le dernier « Outlook » de l'OCDE, on observe une dette sur PIB de 115,1 % en 2021 pour la France. D'après nos calculs, si la France avait mené la politique italienne, et toutes choses étant égales par ailleurs, sa dette sur PIB serait descendue à 34,7 %. Le mauvais élève en termes de politique budgétaire n'est pas toujours celui que l'on croit.



## Tant que les taux restent bas

Malgré la dégradation continue de la dette, la situation n'est, pour l'instant, pas vraiment alarmante. Et ceci, avant tout, parce que l'augmentation de la dette s'est accompagnée d'une baisse des taux. Le ratio dette sur PIB est donc moins inquiétant qu'il ne l'aurait été il y a une décennie ou deux.

Il faut souligner d'ailleurs que le ratio dette sur PIB est une hérésie. On divise un stock (la dette) par un flux (le PIB) ce qui d'un point de vue méthodologique est totalement inapproprié. Mais passons, personne n'en a cure.

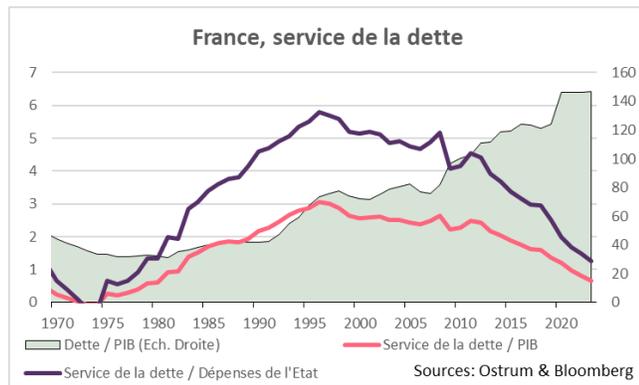
Le point important est que le service de la dette, et donc la soutenabilité à terme, est affecté aussi, bien entendu, par le niveau des taux. Toujours en utilisant les chiffres de l'OCDE, on obtient un service de la dette en baisse continue depuis 2010 où il était de 50,4 milliards, alors qu'il n'était plus que de 26,1 milliards en 2021. La baisse des taux a donc dominé l'effet de l'augmentation de la dette.

D'après nos calculs, cette charge devrait encore baisser cette année d'un ou deux milliards, malgré la progression récente des taux. En effet, la nouvelle dette sera émise à des taux qui restent historiquement bas, alors que la dette arrivant à maturité sera réémise à des taux beaucoup plus bas que les coupons qu'elle payait.

Quelques calculs, reproduits sur le graphique ci-dessous, montrent d'ailleurs que la part du service de la dette s'est effondrée puisqu'il représentait 5,7 % des dépenses de l'État (et 3,1 % du PIB) en 1995 pour ne représenter plus que 1,6 % des dépenses de l'État (et 0,7 % du PIB) actuellement.

Il y a plusieurs conséquences à cela :

- d'une part, cela montre bien que l'approche en termes de dette sur PIB est très insuffisante et même trompeuse ;
- d'autre part, la situation en termes de soutenabilité de la dette n'est, à ce niveau, pas préoccupante, puisque la charge de la dette s'est paradoxalement améliorée ;
- Enfin, et c'est peut-être le point le plus important, ce raisonnement ne tient que tant que les taux baissent. Un changement de tendance serait très difficile à absorber.



Certes l'ambition budgétaire reste très déficiente. Mais, grâce à la baisse des taux, la soutenabilité de la dette publique n'est pas sujette à caution.

## Deux conditions

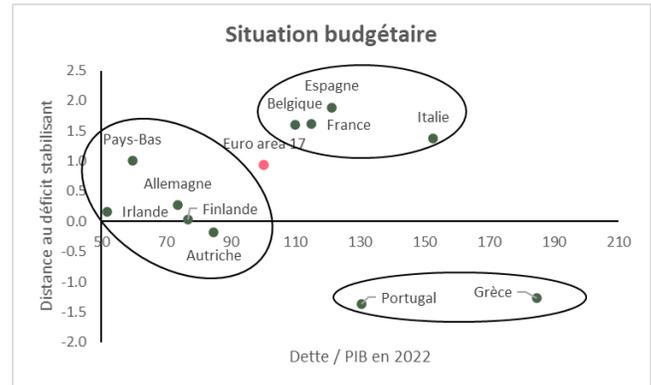
La trajectoire de la dette, et donc la soutenabilité budgétaire française, n'est pas vraiment inquiétante, sous deux hypothèses.

**Première hypothèse : le déficit est ramené à un niveau raisonnable.** Les prévisions de l'OCDE, montrent un déficit de 8,0 % en 2021, mais qui se réduit à 3,8 % en 2023, ce qui constitue un nombre beaucoup plus raisonnable mais qui implique une consolidation budgétaire rigoureuse d'ici là.

Pour l'instant, on en est loin. Toujours sur la base des chiffres OCDE, on calcule le « déficit stabilisant » (en jargon d'économiste, il s'agit du déficit nécessaire pour que le ratio dette sur PIB reste constant) pour 11 pays de la zone euro. La France se retrouve dans un groupe qui comprend la

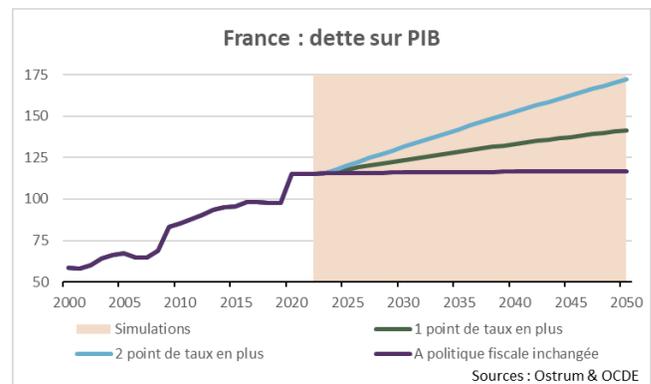
Belgique, l'Espagne et l'Italie, avec une dette supérieure à 100 %, mais surtout un déficit supérieur de 1,5 ppt au déficit stabilisant. Cela veut dire que la dette sur PIB est toujours sur une trajectoire très nettement haussière.

Une consolidation budgétaire est inévitable pour revenir à un déficit tenable sur le long terme.



Il convient aussi, à la lecture de ce graphique de s'interroger sur la notation des agences. La France bénéficie d'une note AA pour S&P, alors que l'Espagne est A et l'Italie BBB. Cette différence n'est pas évidente à justifier si on s'en tient purement aux chiffres budgétaires. Cette note, toutefois, participe au maintien de conditions d'emprunt favorables pour la France.

**Deuxième hypothèse : des taux qui restent modérés.** Le revers de la médaille, c'est que, lorsque le niveau de dette est élevé, la trajectoire future de cette même dette dépend énormément du niveau des taux. Si les taux progressent, le service de la dette réagit en proportion du stock de dette et ajoute donc au déficit. Plus de déficit, c'est une dette qui augmente plus vite... et donc un déficit qui se creuse encore plus. Un chemin exponentiel dont il est difficile de sortir.



Le graphique ci-dessus montre une simulation que nous avons effectuée. Pour 2022 et 2023, nous prenons les projections de l'OCDE, pour la suite, nous faisons l'hypothèse d'une politique budgétaire inchangée. Avec un

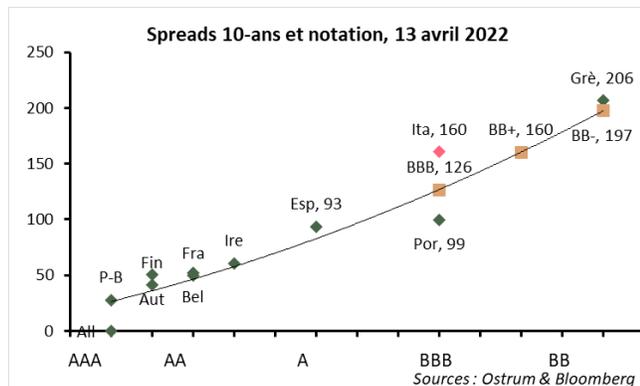
déficit primaire à 3,8 % (le chiffre de l'OCDE donc pour 2023), la dette est grosso modo, stabilisée.

Une augmentation du niveau des taux de 1 ppt, ce qui n'est pas excessif, placerait la dette sur une trajectoire qui repartirait à la hausse de manière assez nette. Il faut noter, toutefois, que dans la simulation ci-dessous, nous faisons l'hypothèse que le coût de la dette progresse d'1 ppt ; or une grande partie de cette dette ne sera renouvelée que graduellement, et donc l'impact serait plus diffus. Il n'en demeure pas moins que la trajectoire devient inquiétante.

**En résumé, la situation budgétaire de la France peut rapidement basculer vers une situation très compliquée** si le gouvernement, après les élections, ne met pas en place une consolidation budgétaire. Le programme électoral du RN, avec un train de mesures qui, si elles sont mises en place, conduirait à un déficit beaucoup plus important, constitue donc une source de risque qu'il ne faut pas négliger. Dans ce cas, le risque de perte de confiance des marchés, et donc de taux nettement plus hauts, est lui aussi très probable. Enfin, dans le cas d'une victoire de l'extrême-droite, il faudra aussi faire l'hypothèse que la volonté de solidarité européenne sera réduite au maximum et que les mécanismes de stabilisation ne seraient pas utilisés. Là aussi, il s'agit d'un filet de sécurité qui disparaîtrait.

## Un marché très complaisant

Pour l'instant les marchés ne semblent pas prendre le risque vraiment au sérieux. Certes, les spreads français se sont écartés, mais dans un mouvement général d'augmentation de la prime de risque. Le graphique ci-dessous montre que les spreads français sont à un niveau tout à fait en ligne avec la note actuelle. Il n'y a donc pas de risque idiosyncratique inclus. Pas de prime de risque élections françaises.



Il est aussi intéressant de noter que, si le spread français s'est écarté, la probabilité d'un Frexit n'a absolument pas

bougé, alors même que la probabilité d'un gouvernement RN progressait. On regarde la différence entre deux CDS (Credit Default Swap, des contrats qui assurent l'investisseur contre le risque de défaut d'un émetteur). Il existe deux types de CDS souverains, le « D03 » et « D14 » : le second fournit une assurance plus large avec, en particulier, un déclenchement pour risque de redénomination, et donc de sortie de l'euro. La différence entre les deux CDS peut donc être vue comme une mesure du risque de sortie de l'euro vu par les marchés.

Or la différence entre les deux n'a quasiment pas bougé (cf. le graphique Bloomberg ci-dessous), malgré la progression du RN dans les sondages. Les balivernes du Frexit sont donc oubliées, le marché n'y croit plus du tout.



## Conclusion

Les économistes parlent « d'équilibres multiples », c'est le cas pour la dette française. Si la confiance des marchés demeure, les taux restent bas et la soutenabilité de la dette française n'est pas vraiment à risque. La confiance des marchés est donc justifiée. Si les marchés, en revanche, perdent confiance, les taux progressent, et la soutenabilité à terme de la dette est plus que précaire. Les marchés ont alors raison d'avoir peur.

La situation est donc très instable, il n'est pas impossible de passer d'un « équilibre » à l'autre. Tout est question de confiance. Dans ce cadre, la position du marché, qui semble se soucier des élections comme d'une guigne, nous semble bien trop complaisante. Le risque est réel, non seulement d'une prime de risque qui progresse fortement, mais aussi d'une situation budgétaire qui devienne très compliquée.

**Stéphane Déo**

• **La revue des marchés**  
**BCE : flexibilité, optionalité, gradualisme... jusqu'en juin ?**

**Malgré l'inflation, la BCE insiste sur la nécessaire flexibilité de sa politique.**

Le T-note et le Bund connaissent une volatilité considérable avec une amplitude hebdomadaire des variations de taux proche de 20 pb. Cette volatilité est symptomatique de l'incertitude entourant l'ampleur du resserrement monétaire nécessaire pour assurer l'ancrage de l'inflation au niveau des cibles des banques centrales. Aux Etats-Unis, les membres de la Fed se sont succédés depuis plusieurs semaines pour annoncer le début du resserrement quantitatif et un relèvement des taux de 50 pb en mai. L'inflation est ressortie à 8,5% en mars. La fermeté du dollar réduit quelques pressions sur les prix des biens de consommation importés, de sorte que l'indice sous-jacent ralentit à 0,3% sur le mois. Les ventes au détail sont restées solides en mars (+17,7% en rythme annualisé au T1 22) mais la hausse de l'essence oblige à des arbitrages d'autant que la consommation de biens reste anormalement élevée. Les enquêtes d'activité (Empire à +24 en avril) et le rebond de la confiance des ménages sont de bon augure.

En zone euro, l'inflation est préoccupante à 7,5% en mars et requerrait sans doute une politique monétaire réellement restrictive. Or la BCE est confrontée à un risque conjoncturel accru par la guerre en Ukraine. La confiance des ménages et des entreprises s'infléchit. Les enquêtes auprès des banques indiquent un durcissement des conditions de crédit au premier trimestre, qui devrait se traduire par un ralentissement de la distribution de crédit. La conférence de presse du 14 avril aura été l'occasion pour Christine Lagarde de rappeler la flexibilité, le gradualisme et l'optionalité qui caractérisent les programmes d'achats d'actifs de la BCE. L'APP se réduira de 40 Mds € en avril à 20 Mds en juin mais une prolongation au T3 est envisageable. Le recours à l'enveloppe restante du PEPP (environ 150 Mds €) est aussi possible sous conditions. La première hausse des taux interviendra après l'arrêt du QE, sans indication plus précise. En outre, la communication de la BCE ignore totalement la faiblesse de l'euro. La monnaie unique plongeait sous 1,08 \$ pendant le discours de Christine Lagarde. Des rumeurs faisaient pourtant état d'un consensus au sein du Conseil des gouverneurs pour un relèvement des taux dès le mois de juillet. Rien n'est moins sûr. En juin, la BCE abaissera probablement sa projection de croissance et rehaussera l'inflation prévue. Les marchés scruteront la virgule de la projection d'inflation pour 2024 qui conditionne la hausse des taux. Le risque de récession est déjà palpable en Allemagne. Christine Lagarde a aussi réfuté les spéculations quant à un nouveau dispositif de stabilisation des marchés... tout en soulignant que la BCE pouvait intervenir rapidement (cf. SMP, PEPP). Quant au risque politique en France, une intervention paraît inconcevable.

Les marchés de taux demeurent extrêmement volatiles. Le positionnement vendeur en amont de la publication de l'IPC de mars a ensuite été débouclé. Le T-note s'est tendu jusqu'à 2,84% avant de replonger sous 2,70% pour finalement clore la semaine à 2,82%. Ce dernier mouvement traduit la réduction des positions risquées avant le long weekend. La pentification de la courbe est brutale. Le spread 2-10 ans (+34 pb) ressort en hausse de +19 pb sur une semaine. Une hausse de 50 pb semble désormais acquise en mai mais le resserrement quantitatif à venir commence à inverser la pression à l'aplatissement qui prévalait jusqu'ici. Le T-note testera rapidement le seuil de 3%. Les taux hypothécaires ont passé le seuil de 5% à 30 ans, ce qui occasionnera un freinage de l'investissement résidentiel. Sur les marchés de taux en euro, le Bund accompagne la hausse du T-note. La résistance du spread autour de 200 pb implique aussi des flux vendeurs de Bund. L'emprunt allemand à 10 ans n'a pas bénéficié du léger repli des anticipations de taux courts après la communication de la BCE (-3 pb). La pentification (79 pb sur le spread 2-10 ans) a donc repris en zone euro sous l'effet d'une nouvelle augmentation de l'inflation anticipée. Le point mort d'inflation à 10 ans s'affiche autour de 2,90%. Le 30 ans allemand s'échange au-delà d'1%. Les spreads français à 10 ans se sont stabilisés autour de 50 pb avant le second tour des élections présidentielles. Le BTP italien cotait autour des 165 pb. Cette accalmie est néanmoins sans effet sur le niveau des swap spreads qui restent fragiles. Le swap spread à 10 ans remonte vers 75 pb.

Le marché du crédit est sous pression. Le spread IG en zone euro (134 pb contre Bund) s'écarte de 5 pb en avril. La concurrence des rendements souverains plus élevés et l'inflexion cyclique attendue en zone euro impliquent un risque d'élargissement supplémentaire des spreads. Le soutien de la BCE (1,8 Mrds € la première semaine d'avril) et des émissions nettes contenues limitent la hausse attendue des spreads à 4 pb à l'horizon d'un mois. Le marché du high yield connaît un regain d'aversion pour le risque. Les spreads ressortent en hausse de 17 pb sur une semaine à 410pb contre Bund. L'absence d'émissions depuis six semaines est le signe de conditions de marché difficiles pour les émetteurs. Les rachats sur les fonds de high yield s'accumulent ainsi que les flux acheteurs de protection sur les indices de CDS (XO à 375 pb).

Les marchés d'actions connaissent un début de trimestre difficile. Le Nasdaq perd 6% en avril, les indices européens se replient d'1% environ. Les flux acheteurs aux Etats-Unis sont insuffisants pour compenser la décote des valorisations dans la remontée des taux, notamment sur les valeurs de croissance. Les publications des banques américaines sont sans relief. La saison des résultats est aussi marquée par quelques avertissements sur les bénéfices en Europe.

**Axel Botte**  
 Stratégiste international

## ● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	19-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.07%	-1	+41	+69
EUR Bunds 10a	0.93%	+14	+55	+110
EUR Bunds 2s10s	85.1bp	+14	+15	+42
USD Treasuries 2a	2.47%	+6	+53	+174
USD Treasuries 10a	2.88%	+16	+73	+137
USD Treasuries 2s10s	40.7bp	+10	+20	-37
GBP Gilt 10a	1.97%	+17	+48	+100
JPY JGB 10a	0.25%	+0	+1	+4
EUR Spreads Souverains (10a)	19-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	46.63bp	-4	+3	+9
Italie	160.92bp	-1	+12	+26
Espagne	91.41bp	-1	+2	+17
Inflation Points-morts (10a)	19-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	3.05%	+5	+47	+96
USD 10a Inflation Swap	3.13%	+5	+5	+36
GBP 10y Inflation Swap	4.55%	-3	-5	+37
EUR Indices Crédit	19-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	134bp	+2	-18	+39
EUR Agences OAS	63bp	-2	-2	+14
EUR Obligations sécurisées OAS	74bp	+2	+1	+28
EUR High Yield Pan-européen OAS	410bp	+17	-43	+92
EUR/USD Indices CDS 5a	19-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	80bp	+2	+2	+33
iTraxx Crossover	383bp	+10	+11	+141
CDX IG	74bp	+3	+2	+25
CDX High Yield	412bp	+8	+45	+119
Marchés émergents	19-avr.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	404bp	-1	-55	+36
Devises	19-avr.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.079	-0.314	-2.015	-5.1
GBP/USD	\$1.302	0.108	-1.169	-3.8
USD/JPY	JPY 128	-2.245	-6.853	-10.3
Matières Premières	19-avr.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$111.8	\$13.3	\$6.7	46.34114413
Or	\$1 979.2	\$12.4	\$43.3	8.1992
Indices Actions	19-avr.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	4 392	-2.15	-1.60	-7.9
EuroStoxx 50	3 808	-1.30	1.88	-11.4
CAC 40	6 514	-0.53	2.49	-8.9
Nikkei 225	26 985	2.47	0.59	-6.3
Shanghai Composite	3 194	-0.60	-1.75	-12.2
VIX - Volatilité implicite	22.56	-7.43	-5.49	31.0

Source: Bloomberg, Ostrum AM

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...19/04/2022

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)