

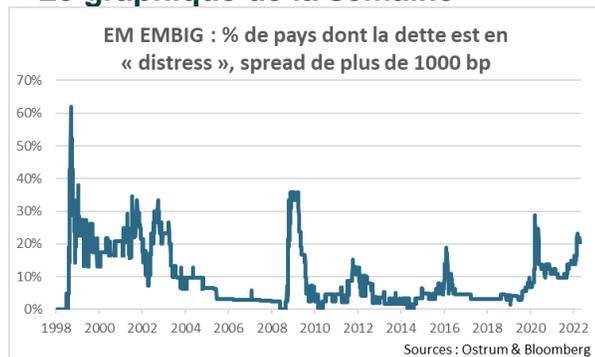
● Le thème de la semaine : Union bancaire, aussi importante qu'absconse

- L'Union Bancaire peut sembler un détail ou un sujet abscons. C'est en fait un élément fondamental de la construction européenne ; cela a constitué une étape majeure dans la résolution de la crise souveraine de la dernière décennie et cela constitue le dispositif le plus important pour assurer la stabilité du système financier ;
- La détention de titres domestiques reste néanmoins importante et fait resurgir de vieilles craintes liées au cercle vicieux banques-souverains ;
- Mais le chaînon manquant principal est le Système Européen d'Assurance des Dépôts (SEAD). Des avancées semblent maintenant plus probables.

● La revue des marchés : Rechute après la Fed

- Fed : hausse de 50 pb et QT à partir de juin ;
- La hausse des taux réels pèse sur les marchés ;
- Les actions replongent après la Fed ;
- Le dollar reste le seul refuge.

● Le graphique de la semaine



Un pays « en détresse » est un pays dont le spread souverain est de 1 000 pb ou plus. Suivant cette définition, nous constatons que plus de 20 % des pays de l'indice EMBIG ont dépassé ce seuil.

C'est une proportion anormalement élevée. Si l'on excepte le bref épisode lié à la COVID au début de 2020, il faut remonter à la grande récession de 2009 ou au tout début du siècle pour trouver des niveaux similaires.

Cela montre que, du moins pour une proportion significative des pays émergents, le niveau de stress augmente rapidement.

● Le chiffre de la semaine

52

Source : Ostrum AM

L'augmentation mensuelle du crédit à la consommation a été de 52 milliards aux États-Unis. C'est trois fois la norme. Une illustration que les ménages ont de plus en plus de difficultés face à la hausse de l'inflation.



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**

Union bancaire : aussi importante qu'absconse

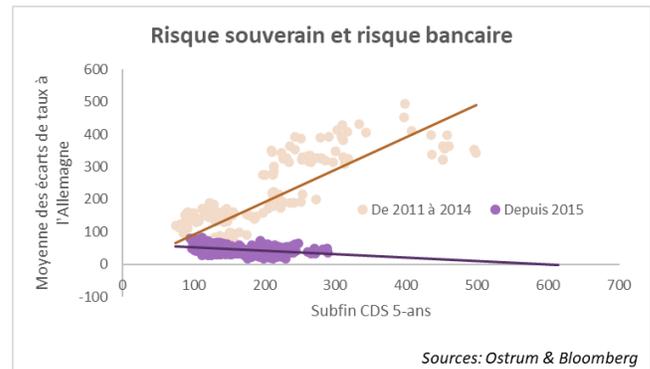
L'Union Bancaire peut paraître comme un détail ou un sujet abscons. C'est en fait un élément fondamental de la construction européenne : cela a constitué une étape majeure dans la résolution de la crise souveraine de la dernière décennie et constitue le dispositif le plus important pour assurer la stabilité du système financier européen. On ne saurait donc trop souligner son importance. Comme souvent avec l'Europe, l'avancée a été incomplète. Le chaînon manquant principal est le Système Européen d'Assurance des Dépôts (SEAD). Des avancées semblent maintenant plus probables.

Pourquoi c'est fondamental

L'Union Bancaire a été instaurée en 2014 à la suite de la crise souveraine. Elle est constituée essentiellement d'un système de supervision bancaire, le MSU (mécanisme de supervision unique) et du MRU (mécanisme de résolution unique) qui traite les défaillances de banques. Si cette avancée peut paraître comme un sujet abscons et périphérique, elle est en fait considérée comme la plus grande politique de convergence économique européenne depuis l'introduction de l'euro et un complément fondamental à celui-ci.

L'Union bancaire est sans doute l'étape la plus importante en termes d'intégration européenne depuis le lancement de l'euro. La partie la plus visible de la crise financière a été, du moins au début, le problème auquel est confronté le souverain. Des programmes d'assistance ont été lancés en Grèce et en Irlande en 2010, puis au Portugal en 2011, et enfin à Chypre en 2013. Cependant, il est rapidement devenu évident que la faiblesse du système financier était un problème tout aussi important. Ce cercle vicieux a été identifié et analysé dès le sommet européen de juin 2012 ; une volonté politique d'aborder la question a émergé.

Ceci a constitué un pas majeur pour résoudre la crise souveraine de la dernière décennie. En remontant la supervision bancaire au niveau supranational et en limitant la garantie implicite des États sur leurs banques, cela a permis de casser en partie le cercle vicieux entre risque souverain et risque bancaire (voir le chapitre suivant pour une discussion détaillée sur le sujet). Le graphique ci-dessous, assez spectaculaire, montre que ces deux risques se sont effectivement décorrélés de manière indiscutable après 2014.



D'autre part, cela a ouvert la porte au QE de la BCE qui est d'ailleurs arrivé dans les mois qui ont suivi l'introduction de l'UB.

Le mécanisme est toutefois incomplet. Le chapitre suivant rappelle et décrit le problème du cercle vicieux qui existait entre établissements financiers et État. Un des problèmes fondamentaux est le fait que certaines banques étaient trop exposées aux obligations de leur propre gouvernement. Enfin, lors du lancement de l'UB, les négociations sur un système commun de protection des dépôts n'avaient pas abouti. C'est le chaînon manquant principal et des progrès sont maintenant (enfin !) envisageables.

Le cercle vicieux souverain-banque

Une des caractéristiques de la crise souveraine du début de la dernière décennie a été l'émergence du cercle vicieux entre souverain et banques. La détérioration de la qualité de signature du souverain affectait celle des établissements financiers domestiques et vice-versa.

Le mécanisme de la crise financière et le cercle vicieux souverain-banques ont été largement discutés dans la littérature. Angelini, Grande et Panetta (2014) fournissent une description complète du mécanisme liant le risque bancaire et le risque souverain. La détérioration d'une institution financière a une incidence sur le souverain, car le marché a fait l'hypothèse qu'il y avait une garantie implicite et que les contribuables seraient mis à contribution. Dans
MyStratWeekly – 10/05/22 - 2

cette perspective, le système financier était de facto considéré comme un passif hors bilan pour les gouvernements. Cette garantie implicite est difficile à mesurer, mais il est évident qu'elle est prise en compte par le marché lorsque les banques empruntent.

Dans le même temps, une détérioration du souverain a un impact sur les banques des deux côtés de leur bilan. Comme une grande partie du bilan des banques était investie dans des obligations nationales, l'écartement des spreads souverains a eu une incidence sur les valorisations de leur portefeuille. Dans un certain sens, cela n'est pas différent de l'exposition d'une banque en tant que créancier, mais le biais domestique (le fait qu'une grande partie du portefeuille obligataire est investie dans des obligations du même pays) rend la sensibilité beaucoup plus élevée. En ce qui concerne le passif, le coût du financement évoluait parallèlement à l'augmentation du taux souverain : c'est parce que le passif du bilan est évalué par rapport à la courbe souveraine domestique, de sorte qu'un élargissement du spread pour un pays s'est reflété dans le coût de financement pour les banques de ce même pays. Il faut aussi souligner le rôle des agences de notations, avec des abaissements de note d'un souverain se reflétant généralement dans celui des banques du pays. Enfin, le stress créé sur le marché a fait disparaître la liquidité, une fois de plus, rendant difficile pour les banques d'emprunter.

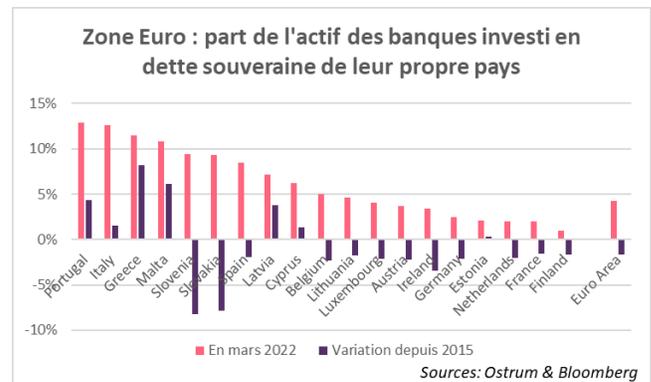
Au-delà de ces effets directs banques-souverains, il existe également des effets indirects qui passent par l'activité économique. La détérioration de la solvabilité des banques et des pays souverains a eu un impact négatif sur l'économie. Dans le cas du souverain, la nécessité d'un assainissement budgétaire a freiné la croissance, tandis que dans le cas des banques, la difficulté de financement s'est reflétée dans le resserrement de leurs normes de crédit. À son tour, la faiblesse de l'économie a également eu un effet de rétroaction, sous la forme de recettes fiscales moindres pour le gouvernement, et sous la forme d'une qualité de crédit inférieure et de créances non-performantes pour les banques.

Une exposition qui reste préoccupante

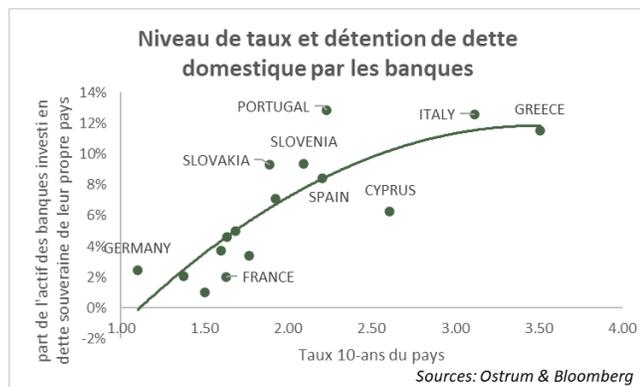
Il faut commencer par la bonne nouvelle. L'exposition des banques à leur souverain domestique a beaucoup progressé pendant la crise souveraine de 2010 à 2014. En revanche, la tendance s'est nettement inversée depuis : le QE de la BCE, en particulier, a permis aux États de trouver un nouvel acheteur et aux banques de se délester. Le niveau d'exposition est donc beaucoup moins préoccupant qu'il ne l'était en 2015.



Les détails par pays sont beaucoup moins encourageants. D'une part, comme le montre le graphique ci-dessous, la dispersion des détentions de dette par pays est très forte, certains pays ayant des niveaux largement supérieurs à 10 % de leur actif (Portugal, Italie, Grèce et Malte). D'autre part, il semble qu'un certain nombre de pays aient augmenté leur détention depuis 2015, certains de manière significative.



La raison pour cela est simple. Le cercle vicieux souverain-banques n'a pas complètement disparu. En particulier, la valorisation des dettes des banques se fait toujours, en grande partie, par rapport à leur souverain. Le coût de financement d'une banque dépend donc, en partie, du coût de financement du souverain. Il est donc logique que les banques, dans les pays à taux élevés, soient obligées de porter à leur actif des actifs qui ont une rentabilité similaire. Et donc d'acheter des dettes souveraines domestiques. Le graphique qui suit illustre bien ce dilemme.



Dans le contexte actuel de remontée des taux rapide, cette situation fait donc resurgir de vieilles craintes et de vieux démons.

Le chaînon manquant : la garantie des dépôts

Une brique importante du BU manque encore et toujours : le Système Européen d'Assurance des Dépôts (SEAD). Un système européen d'assurance des dépôts est de nature à influencer favorablement la situation des États membres et des banques, étant donné qu'il peut mieux contribuer à absorber les chocs locaux. Cela peut décourager la spéculation contre certains pays ou certaines banques, et ainsi faire baisser le risque de panique bancaire. Il serait donc une pierre de plus à la stabilité financière européenne.

Les pourparlers sur le partage de la responsabilité des dépôts à travers l'UE des 27, ou seulement les 19 pays partageant l'euro, ont traîné pendant des années parce que l'idée ne semblait pas acceptable pour plusieurs pays d'Europe du Nord, dirigés par l'Allemagne. La crainte était de créer un système qui servirait, de facto, à payer les créances non performantes dans les pays les plus touchés par la crise souveraine de la dernière décennie, c'est-à-dire les pays du sud et l'Irlande. Dans ce cas, il s'agirait finalement d'un simple transfert déguisé des pays du nord vers ceux du sud.

L'effort impressionnant consenti pour réduire les créances douteuses dans ces banques, ainsi que les ratios prudentiels plus rigoureux, rendent cette crainte bien moins présente. En contrepartie la faiblesse de certaines banques du nord, en particulier les Landesbank ou Sparkasse, peut aussi avoir joué, puisqu'il n'est plus du tout incongru de penser que l'Allemagne pourrait être à risque, et donc bénéficier d'une assurance commune européenne.

La Commission proposera également une loi sur l'utilisation des liquidités dans les grands groupes bancaires transfrontaliers. Ceci constituerait une étape, là aussi,

majeure pour ouvrir la possibilité de fusions bancaires transfrontalières d'envergure. C'est probablement un des meilleurs moyens pour lutter contre la fragmentation géographique du système européen.

Les ministres des finances réunis la semaine dernière espèrent que tout ce train de mesures passera par la voie législative de l'UE d'ici le milieu de 2024 et entrera en vigueur au début de 2025, même si cela pourrait prendre plus de temps.

La proposition de règlement prévoit la mise en place d'un système européen d'assurance des dépôts (SEAD) en trois phases successives : un mécanisme de réassurance sur les trois premières années, un mécanisme de coassurance pendant les quatre années suivantes et un mécanisme d'assurance intégrale en régime de croisière. Le Conseil de résolution unique (CRU) de l'Union bancaire, verrait ses responsabilités s'élargir à la gestion du SEAD. Un Fonds d'assurance des dépôts (FAD) serait constitué progressivement par des contributions calculées et facturées par les participants et versées par les banques participantes.

La commission des finances du Sénat note d'ailleurs « Au regard du principe de subsidiarité, le principe même de dispositifs communs de protection des dépôts des établissements de crédit qui relèveraient de l'Union bancaire justifie parfaitement une action législative de l'Union européenne. Il s'agit d'ailleurs d'une évolution logique et nécessaire de l'Union bancaire : dans un système où les responsabilités de surveillance et de résolution bancaires sont déjà partagées, les situations dans lesquelles il est possible de faire appel à un système national de garantie des dépôts ne sont déjà plus du seul ressort national. »

Conclusion

Comme souvent avec l'Europe, l'avancée que constitue le BU a été incomplète. Les banques, en particulier celles des pays les plus vulnérables où les taux sont élevés, ont toujours une incitation forte à investir dans leur dette domestique. Le cercle vicieux entre souverain et banques, s'il a grandement été amenuisé, n'a pas disparu. Le rebond récent des taux fait resurgir de vieux démons.

Mais le chaînon manquant principal est le Système Européen d'Assurance des Dépôts (SEAD). Des avancées semblent maintenant plus probables. Il semblerait que les planètes s'alignent pour que des progrès soient, enfin, faits sur ce front.

Stéphane Déo

• **La revue des marchés**

Rechute après la Fed

La hausse réflexe après la Fed s'inverse brutalement : le Nasdaq replonge ; le dollar comme seul refuge.

Les précédents FOMC, pourtant ponctués de hausse des taux, s'étaient ensuivis d'un net rebond des actions sur les semaines suivantes. La réaction épidermique (hausse de 3 % des actions, baisse des taux et du dollar) à l'annonce, mercredi dernier, d'une hausse de 50 pb et de la mise en place graduelle de la réduction du bilan, s'est inversée tout aussi brutalement dès le lendemain. Ce retournement a un air de déjà-vu après le violent décrochage des marchés d'actions observé le vendredi 29 avril (- 3,6 % sur le S&P 500). Les taux cassent leurs récents sommets à 3,10 % sur le T-note ou proche de 1,15 % sur le Bund et les indices actions replongent sous leurs niveaux pré-FOMC. Le dollar constitue le seul refuge, à ce stade. Le billet vert est au plus haut depuis 20 ans selon l'indice DXY. La faiblesse conjointe de l'euro, du yen et du yuan ne laisse aucune alternative. Le retour de flamme affecte l'ensemble des actifs risqués. L'hémorragie continue sur le crédit et le high yield, attisant la demande de protection par le biais de dérivés, malgré des niveaux de valorisations redevenus attractifs. Les spreads souverains italiens rejoignent les 200 pb. Le tournant restrictif inverse la recherche de rendement qui avait comprimé les primes de risque.

La Réserve fédérale a relevé son taux de 50 pb à 1 % mercredi dernier. La baisse de l'inflation (8,5 % en avril) est clairement la priorité de la Fed. Jerome Powell semblait ainsi s'adresser aux ménages américains, bien davantage qu'au marché qui peine à appréhender l'ampleur du resserrement à venir. Le ton de la conférence était néanmoins moins offensif que la communication régulière des banquiers centraux entre les FOMC. Jerome Powell semble exclure des hausses de 75 pb, privilégiant des pas de 50 pb, lors des deux, voire trois, prochaines réunions. La décision sur les taux s'accompagne d'une politique de réduction du bilan. À partir de juin, la Fed ne réinvestira plus les tombées de son portefeuille en totalité. Entre juin et août, les montants non-réinvestis seront limités à 30 Mds \$ de Treasuries et 17,5 Mds \$ de MBS chaque mois. À partir de septembre, ces montants doubleront, de sorte que le bilan diminuera mensuellement de 95 Mds \$. La progressivité du resserrement quantitatif se justifie par l'importance des remboursements jusqu'en août (près de 550 Mds \$) et la perspective des hausses de taux de 50 pb. La prudence de la Fed constitue un soutien pour les taux longs, comme la révision à la baisse des émissions du Trésor. Le refinancement trimestriel fait état d'émissions nettes négatives entre avril et juin (- 26 Mds \$) soit 92 Mds \$ de moins qu'escompté en janvier, grâce à une position de trésorerie favorable. Entre juillet et septembre, l'état fédéral empruntera 182 Mds \$. Les tailles émises sont réduites sur toutes les maturités, mais les prochaines adjudications de TIPS augmenteront d'1 Md \$ pour profiter de la forte

demande de protection contre l'inflation.

De son côté, la Banque d'Angleterre remonte son taux de 25 pb, malgré trois votes sur neuf en faveur d'un relèvement de 50 pb. L'inflation dépassera 10 % au cours des prochains mois engendrant un ralentissement brutal, voire une récession, en 2023. Le sterling corrige vers 1,23 \$, à mesure que les taux anticipés baissent.

La volatilité des marchés de taux reste considérable. Les mouvements intrajournaliers sont fréquemment supérieurs à 10 pb. La dynamique présente toujours une forte asymétrie à la hausse, conformément au biais affiché par les banquiers centraux en amont des FOMC. Le resserrement monétaire relève graduellement le plancher des taux avec une nette surréaction des rendements réels. Les points morts se compriment. Une repentification de la courbe des taux se dessine avec l'avènement du resserrement quantitatif. Le spread 2-10 ans s'accroît de 13 pb à 34 pb. L'accélération haussière sur le T-note, en fin de semaine, se nourrit de nouveaux flux vendeurs, en particulier des ventes de la part de comptes spéculatifs, qui avaient sensiblement réduit leurs positions vendeuses de contrats fin avril (rachats estimés de l'ordre de 200k contrats T-note). Le rendement du Bund surréagit également, approchant désormais 1,15 %. Le marché est clairement en train de tester le seuil de douleur de la BCE. Les banquiers centraux évoquent une hausse des taux en juillet, mais la pression du marché pourrait la faire craquer dès juin. Les spreads souverains se tendent également. Christine Lagarde souligne l'importance d'assurer la bonne transmission de la politique monétaire, ce que le marché interprète comme la promesse d'un mécanisme d'intervention pour éviter une hausse asymétrique des coûts d'emprunts. Un tel instrument a déjà existé avec le SMP en 2011, lorsque l'Italie avait pratiquement perdu l'accès au marché après deux hausses de taux de la BCE. Dans ce contexte, le BTP italien s'est dégradé vers 200 pb à 10 ans. La dette italienne tend à surréagir par rapport aux dettes ibériques.

Sur le crédit, l'écartement des spreads continue, à hauteur de 5 pb sur une semaine. La concurrence des taux souverains induit des arbitrages défavorables au crédit par les institutionnels. Les dettes hybrides subissent leur bêta élevé. Le secteur immobilier est pénalisé par les taux en hausse. Le high yield (397 pb contre swap) subit les rachats. L'iTraxx XO casse allègrement le seuil de 450 pb, traitant jusqu'à 474 pb au plus large.

Malgré la volatilité extrême, les indices américains terminent la semaine presque inchangés. Cependant, près de la moitié des titres du Nasdaq traitent 50 % au-dessous de leurs sommets. La performance boursière reste très concentrée. En Europe, la chute hebdomadaire atteint 4,5 %. Le risque de stagflation et le sentiment dégradé pèsent sur les cours. Les résultats agrégés sont en croissance et révisés en hausse, grâce aux secteurs liés aux matières premières. L'assurance rend une partie de sa surperformance de 2022.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	9-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.27%	+3	+22	+89
EUR Bunds 10a	1.16%	+19	+45	+133
EUR Bunds 2s10s	88.2bp	+16	+23	+45
USD Treasuries 2a	2.67%	-6	+16	+194
USD Treasuries 10a	3.15%	+17	+45	+164
USD Treasuries 2s10s	47.9bp	+23	+30	-29
GBP Gilt 10a	2.03%	+13	+28	+106
JPY JGB 10a	0.25%	+2	+6	+4
EUR Spreads Souverains (10a)	9-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	53.12bp	+0	+1	+16
Italie	205.15bp	+16	+22	+70
Espagne	112.63bp	+8	+9	+38
Inflation Points-morts (10a)	9-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.88%	-20	-9	+78
USD 10a Inflation Swap	3.12%	-3	+9	+34
GBP 10y Inflation Swap	4.48%	-20	-12	+30
EUR Indices Crédit	9-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	161bp	+10	+30	+66
EUR Agences OAS	67bp	+3	+2	+18
EUR Obligations sécurisées OAS	79bp	+2	+7	+33
EUR High Yield Pan-européen OAS	488bp	+38	+98	+170
EUR/USD Indices CDS 5a	9-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	99bp	+9	+21	+51
iTraxx Crossover	480bp	+50	+105	+237
CDX IG	89bp	+5	+16	+40
CDX High Yield	494bp	+31	+83	+201
Marchés émergents	9-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	445bp	+5	+47	+76
Devises	9-mai-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.056	0.533	-2.949	-7.1
GBP/USD	\$1.240	-0.777	-4.873	-8.4
USD/JPY	JPY 131	-0.413	-4.078	-12.0
Matières Premières	9-mai-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$109.9	\$2.3	\$7.7	44.8971519
Or	\$1 866.7	\$3.7	-\$86.8	2.0506
Indices Actions	9-mai-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	4 123	-0.21	-8.13	-13.5
EuroStoxx 50	3 564	-4.51	-7.63	-17.1
CAC 40	6 152	-4.25	-6.04	-14.0
Nikkei 225	26 319	-1.43	-2.47	-8.6
Shanghai Composite	3 004	1.55	-7.62	-17.5
VIX - Volatilité implicite	33.61	3.93	58.84	95.2

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-18000014 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

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 ...10/05/2022

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