

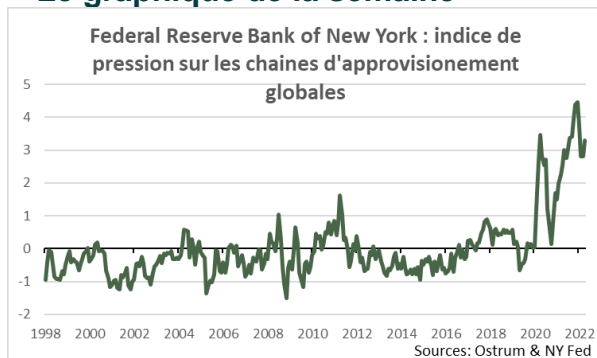
## ● Le thème de la semaine : Taux périphérique, la remontada

- L'augmentation des taux a été certes inhabituellement rapide, puisqu'il faut revenir au crash obligataire de 1994 pour trouver plus violent ;
- Il n'existe pas de signe alarmant de surajustement des marchés ou de signe de panique. On assiste plutôt à une normalisation des primes de risque qui avaient été artificiellement comprimées par le QE de la BCE ;
- Pour les États, il n'y a pas (encore !) péril en la demeure. Les niveaux de marché leur permettent de s'endetter à un coût stable par rapport à la dette existante.

## ● La revue des marchés : La Fed insiste sur l'inflation

- Le resserrement des conditions financières se poursuit ;
- Ventes au détail solides aux États-Unis ;
- Volatilité énorme sur les actions, le T-note en profite ;
- Tensions sur le crédit, sorties continues sur les fonds.

## ● Le graphique de la semaine



L'indice de pression sur les chaînes d'approvisionnement mondiales de la Fed de New York repart à la hausse et se stabilise au-dessus de trois écarts-types par rapport à sa moyenne à long terme. Les pressions sur les chaînes d'approvisionnement sont indiscutablement encore très élevées et, malheureusement, les dernières données ne montrent pas encore de signe d'amélioration.

Pour ce qui est des composantes, sans surprise, la principale cause du stress est la composante « sorties d'Asie ». C'est une conséquence directe du confinement en Chine, qui nuit à la croissance mondiale

## ● Le chiffre de la semaine

# 59 %

Source : Ostrum AM

C'est la proportion des composantes de l'indice de l'IPC de l'euro qui affichent une inflation de 4 % ou plus. C'est tout à fait inhabituel. C'est un signe que les pressions inflationnistes s'étendent à un grand nombre de secteurs.



**Stéphane Déo**  
Directeur stratégie marchés



**Axel Botte**  
Stratégiste international



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés

• **Thème de la semaine**

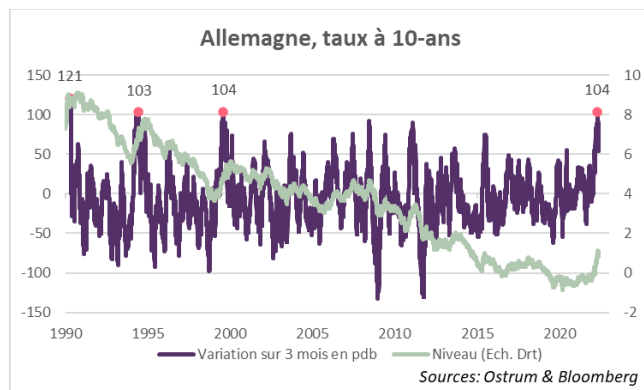
# Taux périphériques, la remontada

La remontée des taux s'est accompagnée d'un écartement des rendements sur les périphériques. Nous proposons une approche en termes de prime de risque pour analyser si cet écartement est insuffisant, justifié ou exagéré. Il s'agit là du point de vue de l'investisseur. Qu'en est-il pour l'emprunteur ? Les États ont amplement bénéficié de la baisse des taux pour améliorer leur service de la dette. Le rebond des taux actuels est une nouvelle préoccupation, même si la situation est, pour l'instant, loin d'être alarmante.

## Rebond

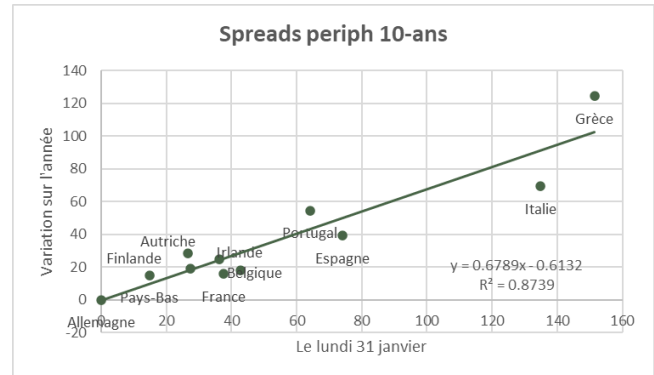
Au début de l'année les taux allemands à 10 ans étaient encore négatifs, - 0,18 %. À l'heure où nous écrivons, ils tutoient 1 % et sont même passés au-dessus d'1,13 % durant la première semaine de mai.

Pour remettre les choses en perspective, nous regardons, dans le graphique ci-dessous, la variation des taux sur trois mois. Le Bund a gagné plus de 100 pdb entre le 22 janvier et le 22 mai. Une variation de cette ampleur est rarissime et il faut même remonter au siècle dernier, août 1999, pour trouver un mouvement similaire.



La vague a, bien sûr, emporté avec elle les autres pays et les écarts de taux périphériques ont progressé. Il est intéressant de noter que le mouvement a été très homogène sur les autres pays, comme le montre le graphique ci-après.

L'augmentation des spreads a été dans une très large mesure homothétique : en multipliant le niveau de spread en début d'année par un facteur de 1,5 on obtient le niveau actuel avec une très grande fiabilité.



Pour être plus précis, et avec un tout petit peu plus d'économétrie, on trouve que 95 % des mouvements des spreads depuis le début de l'année sont liés à la prime de risque. Le reste est idiosyncratique. Cette dernière partie, on le voit, est négligeable.

**Le risque idiosyncratique a très peu bougé (ce n'est pas une histoire d'élections françaises ou d'exposition italienne au gaz russe), c'est très essentiellement un mouvement commun d'écartement, donc une progression de la prime de risque.**

Ce mouvement peut être dû aux risques pesant sur la croissance et liés à la crise ukrainienne et autres facteurs. Il est aussi beaucoup lié au retrait annoncé de la BCE qui a déjà réduit considérablement son QE et qui l'arrêtera selon toute probabilité à la fin juin.

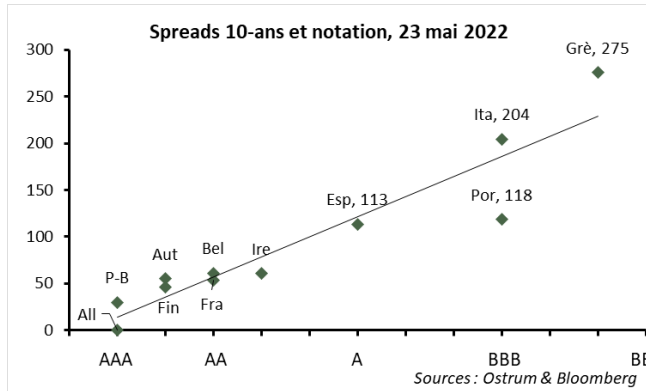
## Prime de risque

La question pour l'investisseur est alors de savoir si la prime de risque actuelle est excessive, raisonnable ou toujours en deçà de la normale.

Pour ce faire, nous regardons le graphique ci-dessous qui compare les notations des 11 pays principaux de la zone euro et leurs spreads. Bien évidemment, il y a une relation très étroite entre les deux : les investisseurs demandent un rendement croissant en compensation de la détérioration des notations.

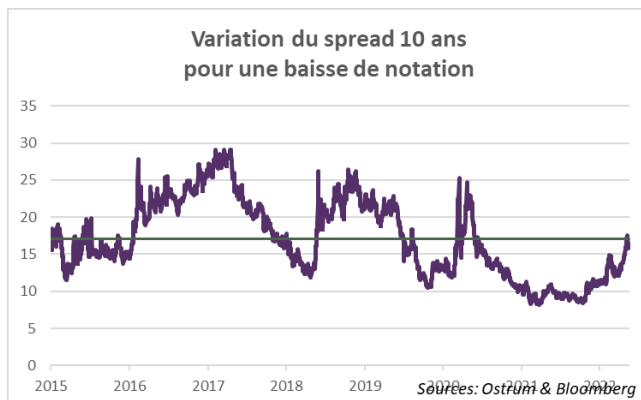
A l'heure où nous écrivons, la pente de la courbe sur le graphique est de 16 pdb par unité de notation si on exclut la Grèce qui tend à biaiser les estimations. En d'autres termes, chaque mouvement de notation d'une unité (on dit « notch » en jargon de marché) entraîne, en moyenne, une variation de la prime de risque du pays de 16 pdb. Ce chiffre constitue donc une mesure de la prime de risque.

Au tout début de l'année, les spreads étaient plus faibles, la pente moins forte : elle était proche de 11 pdb. Ceci illustre bien le fait que la prime de risque a progressé depuis le début de l'année. Et on retrouve l'ampleur mentionnée précédemment.



La question est alors de savoir si cette prime de risque est adéquate.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution de cette prime de risque depuis 2015. Pourquoi cette date ? D'une part, parce que l'Union bancaire a été introduite à la fin de 2014 et a considérablement modifié le profil de risque des États européens en contribuant à casser le cercle vicieux avec les banques. Pour plus de détails, voir notre *MyStratWeekly* de la semaine dernière. D'autre part, parce que la période précédente est celle de la crise souveraine où les primes de risque ont atteint des niveaux galactiques qui n'ont rien à voir, du moins on peut l'espérer, avec un monde « normal ». Il nous semble donc que la période utilisée fournie une base de comparaison pertinente.



Si c'est le cas, le message du graphique est relativement simple. C'est plutôt le niveau de début d'année, avec une prime de risque proche de 10 pdb qui était anormalement bas. Alors que le niveau actuel, voisin de 16 pdb donc, est proche de la moyenne de long terme. On comprend ce qui

se passait en début d'année, le QE de la BCE, toujours très dynamique, comprimait de manière artificielle les écarts de rendements. D'où une prime de risque inhabituellement et artificiellement basse. La BCE se retirant, les prix de marché reviennent à un niveau plus « normal ».

**En conclusion, il n'existe pas de signe alarmant de surajustement des marchés ou de signe de panique. Loin de là.**

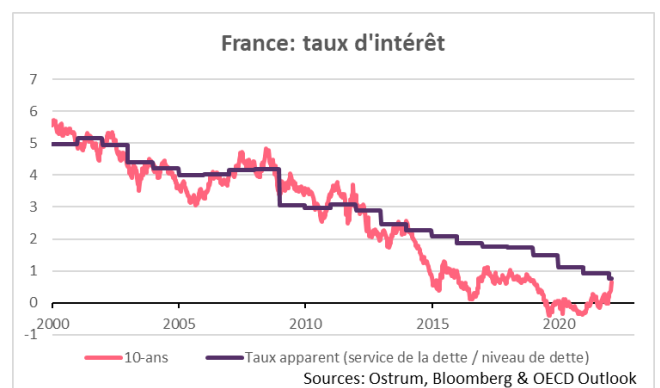
- Si la prime de risque passait néanmoins à 20 pdb, ce qui reste très raisonnable, les spreads de la France passeraient à plus de 60 pdb, pour l'Espagne et le Portugal on atteint des chiffres de l'ordre de 135 pdb et l'Italie serait à 240 pdb.
- Si la prime de risque passait à 25 pdb, ce qui est moins raisonnable, mais tout à fait envisageable, on aurait alors comme ordre de grandeur pour les mêmes pays : 78 pdb en France, 170 pdb en Espagne et au Portugal, 300 pdb en Italie.

Nous ne sommes donc pas forcément au bout de nos peines.

## Supportable ?

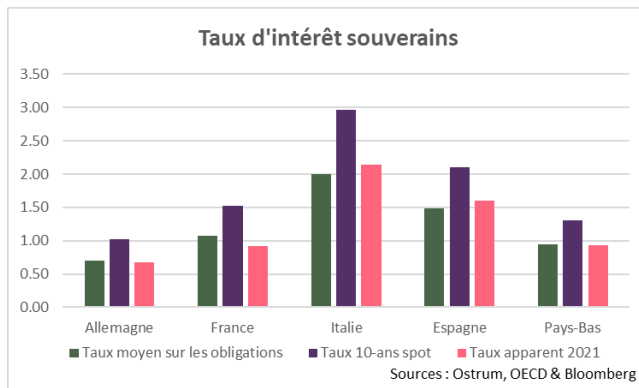
Jusqu'à présent nous avons adopté uniquement le point de vue de l'investisseur et analysé le rendement qu'il exige. Qu'en est-il de l'emprunteur ? Les taux plus élevés constituent une charge d'intérêt plus importante et donc un problème pour les finances publiques.

Dans un *MyStratWeekly* précédent nous avons introduit l'idée de « taux d'intérêt apparent ». En jargon d'économistes, il s'agit du service de la dette observé, divisé par le niveau de dette. C'est donc le coût effectif de la dette publique. Prenons un exemple : d'après les chiffres de l'OCDE, la dette française était de 2 850 milliards en 2021 et le service de la dette était de 26 milliards sur l'année. Le ratio entre les deux est de 0,92 %, ce qui est le taux moyen payé par le Trésor sur la dette française l'année dernière – le « taux apparent ».



Pour reprendre le cas de la France, le « taux apparent » est donc inférieur au taux 10 ans qui est proche de 1,5 % à l'heure où nous écrivons. Les taux de marché sont restés inférieurs au taux apparent de manière quasi systématique depuis le début du siècle, comme le montre le graphique ci-dessous. Et donc l'émission de nouvelle dette se fait à un niveau inférieur au taux historique, ce qui implique une décroissance graduelle du « taux apparent ». Malheureusement, dans le cas de la France, le 10 ans vient donc de passer au-dessus.

Il convient toutefois d'être plus précis. Bien sûr, les pays n'empruntent pas uniquement à 10 ans, mais sur toute la courbe. Le coût d'émission est donc une moyenne des taux à différentes maturités. Sur le graphique ci-après, nous avons calculé le taux moyen pour les cinq grands pays de la zone euro, en pondérant les maturités en fonction de la taille des emprunts existants. Cette approche donne donc une bonne approximation du taux moyen auquel seront émis les nouveaux emprunts.



Pour revenir sur le cas de la France, nos calculs montrent un taux moyen à 1,08 % soit légèrement supérieur au taux apparent de 0,92 %. Cela signifie que, à mesure que le Trésor Français émet, le taux moyen payé sur les emprunts a tendance à progresser. Mais on reste à des niveaux très faibles, la progression est très lente. Il serait plus approprié de parler de stabilisation.

Il est à noter que l'Allemagne et les Pays Bas sont dans la même situation, avec des taux moyens sur leur courbe qui, là aussi, sont légèrement passés au-dessus du taux apparent. À l'opposé, l'Italie et l'Espagne restent dans une situation plus favorable. Il faut voir là l'effet des spreads beaucoup plus élevés qui existaient sur ces pays, en particulier avant 2015, et qui donc ont rehaussé le coût historique.

De manière générale, toutefois, l'écart est minime. Pour tous ces pays les niveaux de marchés sont donc, peu ou prou, similaires aux taux payés par les pays sur leur dette existante. Alors que tous ces pays ont bénéficié d'un

abaissement impressionnant de leur coût de la dette, il semble que la tendance s'achève. Pour donner un ordre de grandeur, l'OCDE estime le service de la dette française à 26,1 Mds en 2021, alors qu'il était de 50,4 Mds en 2010. Alors même que sur la période le ratio de dette sur PIB française a gagné presque 30 ppt.

**De manière générale, il n'y a donc pas péril en la demeure. Les niveaux de marché permettent aux États de s'endetter à un coût stable par rapport à l'existant.**

Cette vue est néanmoins à nuancer. Si la photo n'est pas particulièrement inquiétante, la trajectoire est plus anxiogène. Une progression des taux, ou des spreads, continue placerait rapidement les niveaux de taux d'emprunt sur une trajectoire beaucoup plus compliquée pour certains pays. Il faut aussi se souvenir que la sensibilité des finances publiques à une hausse des taux est d'autant plus forte que le stock de dette est plus important. Nous avons connu des taux supérieurs, et même bien plus élevés, par le passé, mais les États n'avaient pas le niveau de dette accumulé actuellement. Cette hypersensibilité est aussi une source de risque.

## Conclusion

Jusqu'ici tout va bien. L'augmentation des taux a été certes inhabituellement rapide, puisqu'il faut revenir au crash obligataire de 1994 pour trouver plus violent. Malgré cela, les niveaux de spreads périphériques n'ont finalement fait que retourner à la normale. Ceci dans la mesure où l'évolution moyenne depuis 2015 peut être qualifiée de « normale ». C'est plutôt la période de QE agressif de la BCE pendant l'épisode Covid qui avait comprimé les spreads de manière inhabituelle.

Conclusion similaire, si l'on prend le point de vue de l'emprunteur, c'est-à-dire des États. Le coût d'émission moyen est actuellement, pour les cinq grands pays, proche du coût moyen de leur dette existante. Si les courbes se stabilisent, le taux d'intérêt apparent des dettes publiques devrait donc rester stationnaire. Là aussi, le mouvement ressemble donc, dans une certaine mesure, à un retour à la normale.

Un surajustement des taux est néanmoins tout à fait plausible. Dans ce cas, le stock de dette très élevé crée une forte sensibilité aux taux et la situation pourrait alors devenir rapidement beaucoup plus compliquée. Il faut donc espérer que l'ajustement est, dans une large mesure, fini et que les marchés ne vont pas décider de « surajuster ». On peut également lier cette conclusion prudente aux rumeurs d'un mécanisme de contrôle des spreads souverains destiné à éviter cette dynamique et la perte éventuelle d'accès au marché des émetteurs comme en 2011 avec le SMP.

**Stéphane Déo**



- **La revue des marchés**

## La Fed insiste sur l'inflation

### Les Treasuries retrouvent leur statut de valeur refuge ; volatilité sur les actions

La volatilité boursière ne faiblit pas. L'amplitude journalière des cours dépasse régulièrement 3 %, sans réelle tendance. Un élément nouveau apparaît néanmoins : le réflexe vendeur sur les actions n'est plus accompagné systématiquement d'une hausse du dollar. Le message de la Fed s'est pourtant durci. Esther George, Présidente de la Fed de Kansas City, insiste sur la nécessité de faire diminuer l'inflation ; le resserrement des conditions financières est inévitable. Le *put* de la Fed s'éloigne. La chute du dollar suit le repli des rendements obligataires sous 2,80 %, au plus bas de la semaine sur le T-note. L'obligataire retrouve quelque peu son rôle de valeur refuge lors des phases d'accélération baissière sur les actions. Les marchés financiers s'inquiètent davantage des perspectives de croissance que les banquiers centraux, qui privilégient le retour à la stabilité des prix. Le bras de fer entre la Fed et les marchés va sans doute durer. Les indices de crédit (CDS) et les spreads sur les dettes d'entreprise traduisent la même anxiété, le crossover s'approchant du seuil des 500 pb. La tendance à l'élargissement des marges reprend sur les souverains périphériques. La France et les dettes les mieux notées sont cependant épargnées.

Aux États-Unis, la croissance reste inflationniste, en raison des multiples contraintes pesant sur l'offre. Outre les tensions sur le marché du travail (le chômage est à 3,6 %), le taux d'utilisation des capacités manufacturières poursuit sa hausse à 79 %. La production industrielle est en croissance de plus de 12 % en termes annualisés, entre janvier et avril. La production minière et pétrolière profite de l'environnement de prix élevés. Du côté de la demande, les ventes au détail progressent rapidement (+ 16 % en termes annualisés). L'effet « Pigou » d'encaisses réelles ne semble pas freiner la demande au niveau macroéconomique. L'inflation reste néanmoins la principale source d'inquiétude des ménages. La stabilité des prix s'impose ainsi comme l'objectif principal de la Fed à court terme. Jerome Powell comme Esther George ne font pas mystère de la volonté des banquiers centraux de durcir les conditions financières. C'est le seul moyen dont dispose la Fed pour réduire l'excès de demande agrégée. La remontée des taux hypothécaires, par suite des relèvements des taux directeurs et de l'annonce du resserrement quantitatif à partir de juin, a déjà un effet sur le trafic des acheteurs prospectifs sur le marché immobilier et le nombre de transactions. Le coût du logement explique en effet une part significative de l'accélération des prix des services. En Chine, l'activité reste déprimée, malgré les perspectives de déconfinement à l'horizon d'un mois. L'objectif de 5 % de croissance en 2022

est hors d'atteinte. Le taux de référence à 5 ans a été abaissé par la PBoC dans l'espoir de redresser une demande de crédit en berne (faible demande immobilière, excès d'épargne involontaire). L'arme monétaire risque de ne pas fonctionner. Un plan de soutien budgétaire pourrait s'avérer nécessaire dans la perspective du renouvellement du mandat de Xi Jinping à l'automne.

Les craintes liées à la croissance économique provoquent des sorties sur les actifs risqués au profit des Treasuries et des dettes souveraines. Le crédit et les actions sont vendus. En outre, la volatilité ne profite plus au billet vert. L'appréciation du dollar cette année laisse désormais peu de place à une nouvelle jambe haussière. Certes la parité sur l'euro peut constituer un objectif technique tentant, mais le retour en grâce du yen (128) indique un changement de tendance. La pression sur le yuan s'atténue aussi avec le maintien à 3,70 % du taux à 1 an de la PBoC. Dans l'univers obligataire, le T-note s'est échangé sous 2,80 % au plus fort de l'accélération baissière sur les actions. L'ancrage des taux courts implique une pression à l'aplatissement du spread 2-10 ans. La réactivité du 10 ans explique la tension du spread 10-30 ans. La demande de sécurité et une adjudication de TIPS sans relief concourent à un resserrement des points morts d'inflation (qui découlent aussi d'effets techniques liés au portage mensuel). Le pétrole n'est pas en cause, puisque le baril WTI s'échange au-delà de 112 \$ et les marges de raffinage sont au sommet. En zone euro, la courbe s'aplatit à mesure que les banquiers centraux réaffirment la nécessité de sortir des taux négatifs. Le Bund oscille entre 0,90 % et 1,10 %. L'aversion pour le risque persistante revient hanter les spreads périphériques. L'emprunt italien à 10 ans se rapproche des 200 pb. Après la réduction des surexpositions, l'imminence de la fin du QE suscite la mise en place de nouvelles positions vendeuses. En revanche, les dettes core sont épargnées. L'OAT à 10 ans s'échange à 50 pb. Le crédit européen continue de s'ajuster. Malgré des primes à l'émission plus élevées, près des deux-tiers des émissions de mai voient leurs valorisations se dégrader depuis leur lancement. Le spread moyen sur le crédit en euros (169 pb) se tend de 18 pb depuis le début du mois. L'écartement du high yield est conforme à l'élasticité de 3 fois par rapport à la variation de l'IG.

La volatilité des actions est considérable. Les investisseurs guettent les signaux de capitulation. Le nombre de titres au-dessus de leur moyenne sur 200 jours a diminué, mais n'est pas encore au plus bas. La baisse des stars de la cote américaine et la hausse des corrélations entre les actions témoignent de l'ampleur de la correction. Le Nasdaq perd 8 % en mai. Les résultats catastrophiques des sociétés de distribution (Walmart, Target), incapables de maintenir les marges, semblent contredire les chiffres de ventes au détail. En Europe, les pertes sont moindres (2 %). Les valeurs décotées (« value ») avec de hauts rendements offrent la seule échappatoire.

**Axel Botte**

Stratégiste international

• Marchés financiers

Emprunts d'Etats	23-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.39%	+25	+10	+101
EUR Bunds 10a	0.98%	+5	+1	+116
EUR Bunds 2s10s	59.1bp	-21	-9	+16
USD Treasuries 2a	2.61%	+4	-6	+188
USD Treasuries 10a	2.82%	-6	-8	+131
USD Treasuries 2s10s	20.8bp	-10	-2	-57
GBP Gilt 10a	1.92%	+19	-5	+95
JPY JGB 10a	0.24%	-1	-5	+2
EUR Spreads Souverains (10a)	23-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	53.19bp	+2	+1	+16
Italie	204.07bp	+14	+20	+69
Espagne	113.4bp	+7	+10	+39
Inflation Points-morts (10a)	23-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.83%	+1	-12	+73
USD 10a Inflation Swap	2.85%	-16	-31	+7
GBP 10y Inflation Swap	4.49%	-23	-14	+32
EUR Indices Crédit	23-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	168bp	+0	+32	+73
EUR Agences OAS	65bp	+1	+4	+16
EUR Obligations sécurisées OAS	73bp	-1	+1	+27
EUR High Yield Pan-européen OAS	505bp	+1	+89	+187
EUR/USD Indices CDS 5a	23-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	98bp	+5	+15	+51
iTraxx Crossover	480bp	+32	+84	+238
CDX IG	91bp	+5	+11	+41
CDX High Yield	523bp	+35	+89	+230
Marchés émergents	23-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	489bp	+20	+77	+121
Devises	23-mai-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.069	2.406	-0.261	-6.0
GBP/USD	\$1.258	2.111	-1.272	-7.0
USD/JPY	JPY 128	1.270	0.470	-9.8
Matières Premières	23-mai-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$114.1	-\$0.1	\$8.0	50.4878692
Or	\$1 864.1	\$39.9	-\$33.8	1.9068
Indices Actions	23-mai-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	3 901	-3.05	-8.67	-18.1
EuroStoxx 50	3 667	-0.50	-4.51	-14.7
CAC 40	6 286	-0.97	-4.49	-12.1
Nikkei 225	27 002	1.71	-0.38	-6.2
Shanghai Composite	3 147	2.38	1.94	-13.5
VIX - Volatilité implicite	29.44	7.17	4.36	71.0

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 ...23/05/2022

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