

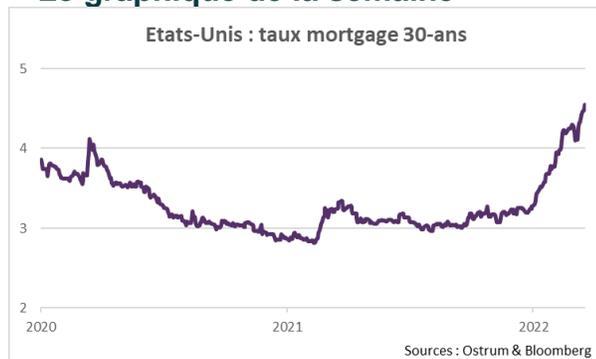
## ● Le thème de la semaine : La soutenabilité de la dette publique est-elle à risque ?

- Si les taux ont remonté, le service de la dette sera affecté pour les États de la zone euro, mais nos calculs montrent que l'on reste dans des proportions très raisonnables ;
- Nos simulations montrent que l'impact de la hausse des taux est très lent à impacter les finances publiques. Le coût de la dette devrait même continuer à baisser cette année ;
- La trajectoire de la dette sur PIB est néanmoins exponentielle dans la vaste majorité des pays, en raison d'un déficit hérité de la période Covid. Ces niveaux de déficit ne sont pas tenables et doivent être résorbés au plus vite pendant les périodes de forte croissance.

## ● La revue des marchés : La Fed réagit enfin

- La Fed prévoit 2 % pour les Fed funds en fin d'année ;
- Le sentiment s'améliore, la Chine priorise la stabilité financière ;
- Le T-note proche de 2,20 %, les taux hypothécaires en hausse ;
- Le statut du yuan comme valeur refuge s'intensifie.

## ● Le graphique de la semaine



Depuis le début de l'année, les taux Treasury à 30 ans sont passés de 2,02 % à 2,44 %, une progression très rapide donc. Les taux mortgage à 30 ans ont eu tendance à surajuster par rapport à cette hausse, ils ont gagné 125 pdb depuis le début de l'année pour atteindre 4,55 %, un plus haut depuis début 2019.

Le marché immobilier américain était très clairement en surchauffe, aidé en partie par des conditions financières extrêmement favorables. Cette hausse des taux mortgage est donc en partie salutaire, car elle modérera la dynamique d'un marché qui ressemblait de plus en plus à une bulle.

## ● Le chiffre de la semaine

# 30

Source : Ostrum AM

30 pdb, la baisse attendue des Fed funds en 2024, selon le marché à terme.

Le marché parie déjà sur des réductions de taux dans deux ans.



**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**

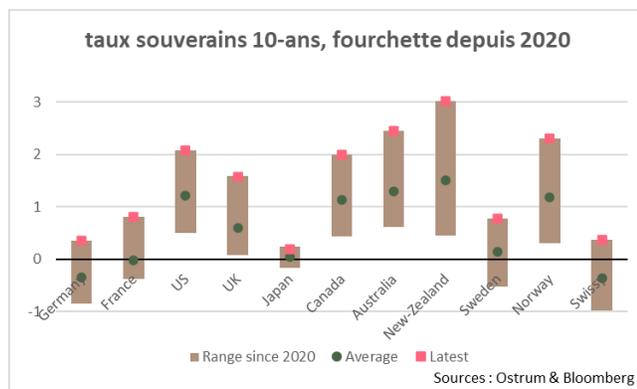
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

• **Thème de la semaine**

# La soutenabilité de la dette publique est-elle à risque ?

Si les taux ont remonté sur les marchés, ils restent d'un point de vue historique à des niveaux très bas. Le service de la dette sera donc affecté pour les États de la zone euro, mais nos calculs montrent que l'on reste dans des proportions raisonnables. Le coût de la dette devrait même continuer de baisser cette année. En revanche, la sensibilité aux taux a énormément augmenté et le niveau de déficit soutenable est plus réduit. À terme donc, la trajectoire des finances publiques est beaucoup plus vulnérable, surtout si les déficits ne sont pas résorbés.

Le changement de ton de la BCE, lors des deux dernières réunions, a suscité une hausse des rendements sur les dettes souveraines en Europe. Au vu de la montagne de dette accumulée, cela entraîne une progression du service de la dette, et donc un déficit plus important... qui devrait créer plus de dette. Pour prendre un exemple, si les taux progressent de 100 ppb en Italie, qui a une dette sur PIB de l'ordre de 150 %, cela entraînerait, mathématiquement, une augmentation du service de la dette de 1,5 % du PIB.

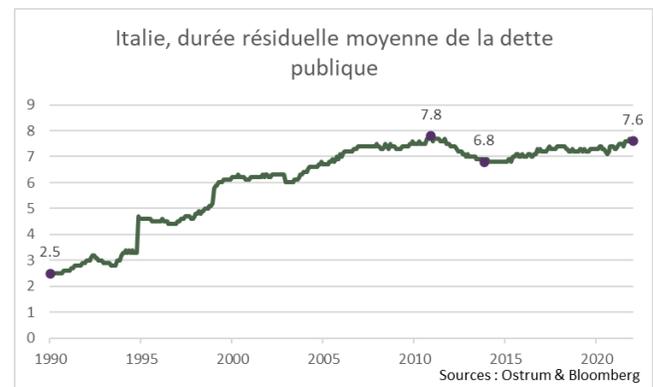


La réalité est plus complexe, beaucoup plus complexe en vérité. C'est l'objet de ce papier d'expliquer les quelques subtilités à garder en tête.

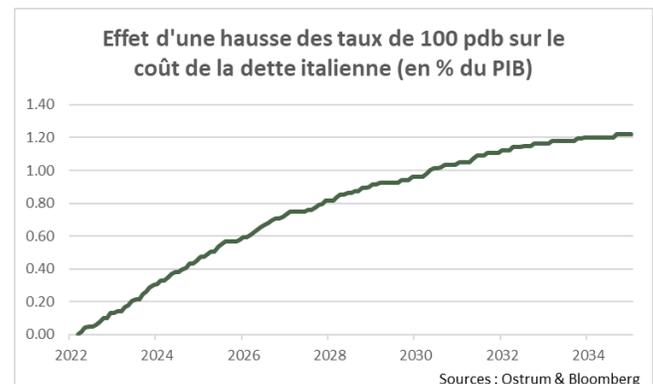
## Patience et longueur de temps

Premier point, les emprunts émis par un pays le sont essentiellement à taux fixe. Le Trésor français a, par exemple, émis le 3 mars une OAT à maturité 25-mai-2032, avec un coupon de 0 % jusqu'à son échéance. Et les taux sur les marchés peuvent faire ce qu'ils veulent, cela n'y changera rien. Le coupon sera affecté lorsque la dette arrivera à échéance et sera réémise, lorsqu'elle sera « rollée » en bon français, en mai 2032, donc.

Pour revenir sur l'exemple de l'Italie, le graphique ci-dessous montre que la durée moyenne de la dette a considérablement progressé : on approche des 8 ans. La dette « roule » donc très lentement et une hausse des taux se répercutera sur les finances publiques italiennes très graduellement.

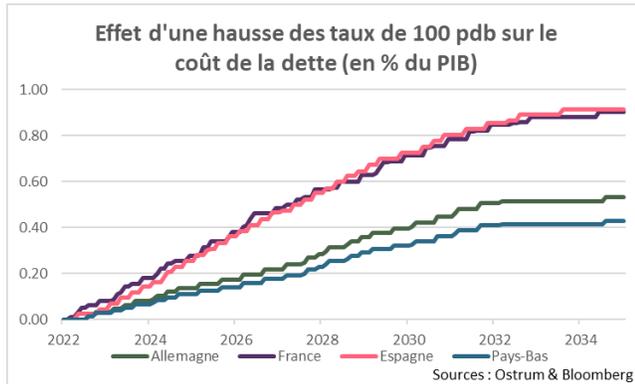


Si on analyse les caractéristiques des 121 obligations italiennes, et sous l'hypothèse d'une hausse des taux de 100 ppb (on en est loin), voici comment progresserait alors le service de la dette à mesure que la dette est « rollée ».



On le voit, les hausses de taux impactent le budget de manière très graduelle : seulement 0,3 % de déficit additionnel d'ici la fin de l'année prochaine. Même si on arrive bien, in fine, à un impact mathématique de 1,5 % sur les finances publiques. Nous avons répété l'exercice pour MyStratWeekly – 21/03/22 - 2

les quatre autres grands pays européens. Même constatation : l'impact est très lent à se diffuser.



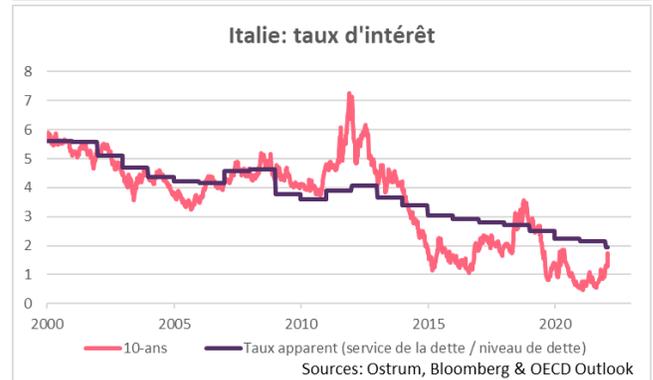
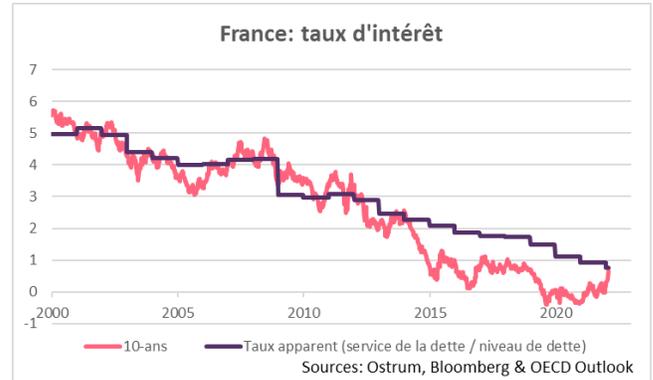
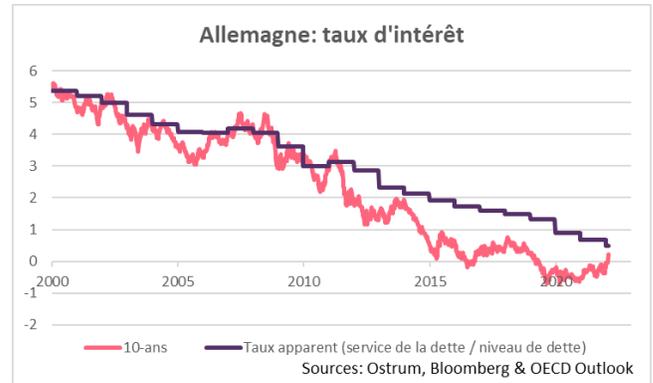
## Taux apparent

Autre point à garder en tête, l'argument « les taux ont augmenté, donc le coût de financement de l'État va progresser » est paradoxalement faux.

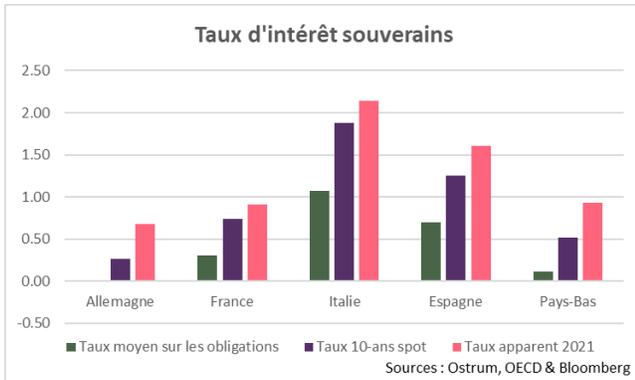
Il faut ici introduire ce que les économistes appellent le « taux apparent ». Il s'agit du service de la dette observé, divisé par le niveau de dette. C'est donc le coût effectif de la dette publique. Prenons un exemple : d'après les chiffres de l'OCDE, la dette française était de 2 850 milliards en 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 ».

Ce dernier est nettement plus élevé que le taux de marché, car l'État français paye toujours des coupons sur des emprunts émis il y a plusieurs années. Par exemple, l'OAT qui arrive à échéance au 25-avril-2022 paye toujours un coupon de 3 % par an. Lorsqu'elle arrivera à maturité, elle sera évidemment réémise avec un coupon bien plus bas (probablement à 0 % d'ailleurs).

Les graphiques ci-dessous montrent, pour l'Allemagne, la France, puis l'Italie, l'évolution du taux apparent et du taux 10-ans.



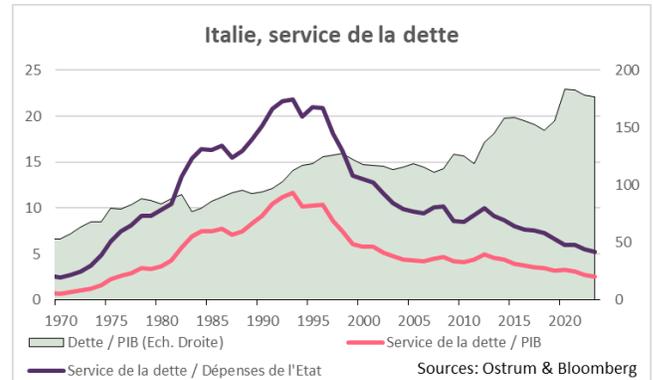
Là aussi il convient d'être plus précis. Les pays n'empruntent pas uniquement à 10 ans, mais sur toute la courbe. Le coût d'émission est donc une moyenne des taux à différentes maturités. Sur le graphique ci-après, nous avons calculé le taux moyen pour les cinq grands pays, en pondérant les maturités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



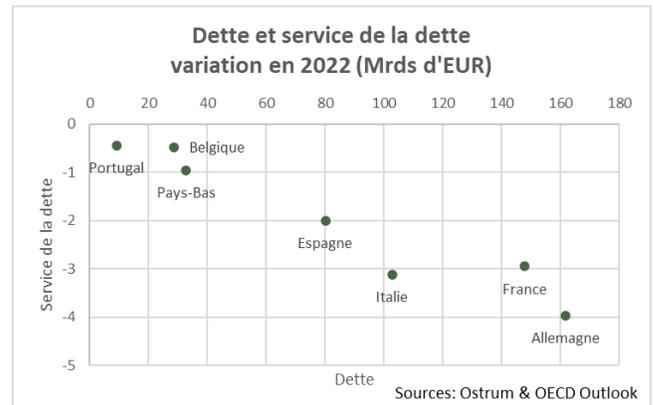
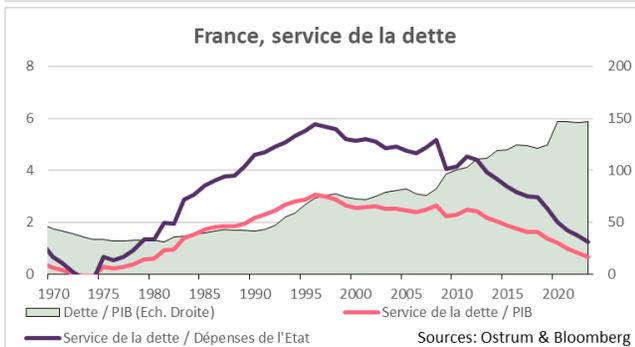
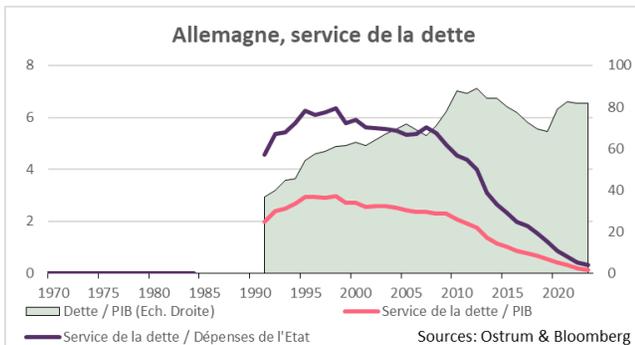
Dans tous les cas, le taux moyen sur la courbe est nettement inférieur au taux apparent. Les émissions se feront donc au-dessous du taux apparent... et le feront baisser.

## Quelques simulations sur le service de la dette

Depuis deux décennies le niveau de dette n'a cessé de progresser, mais les taux n'ont cessé de baisser. Qu'en est-il alors du service de la dette ? Pour l'Allemagne, la France et l'Italie, le service de la dette a baissé nettement, et ce en particulier depuis l'introduction de l'euro et la convergence des taux périphériques (Cf. graphiques ci-dessous).



Sur 2022, les chiffres tirés du dernier « Outlook » de l'OCDE montrent que les huit pays de la zone euro représentés ci-dessous vont voir leur dette progresser, sans surprise, au cours de cette année. Mais tous vont aussi voir leur service de la dette diminuer. Sans trop rentrer dans les détails des calculs, nous avons analysé ligne-à-ligne les titres émis par le Trésor français et nous arrivons à un chiffre moins favorable avec une baisse de « seulement » 1,5 milliard. Un chiffre qui reste conséquent, mais plus modeste ; certainement un effet de la hausse des taux récente qui réduit les économies sur les nouvelles émissions.



Le message reste le même, donc : une diminution de la charge financière, malgré l'augmentation de la dette.

## Quelques simulations sur le service de la dette

Tout ceci tend à montrer que la trajectoire de la dette n'est pas fondamentalement affectée par le niveau des taux, qui reste très bas et donc très favorable. Le problème, en revanche, est le niveau de déficit. Le déficit prévisionnel pour la zone euro, d'après les chiffres de l'OCDE reste de 3,8 %, un chiffre clairement excessif pour stabiliser la dette sur PIB.

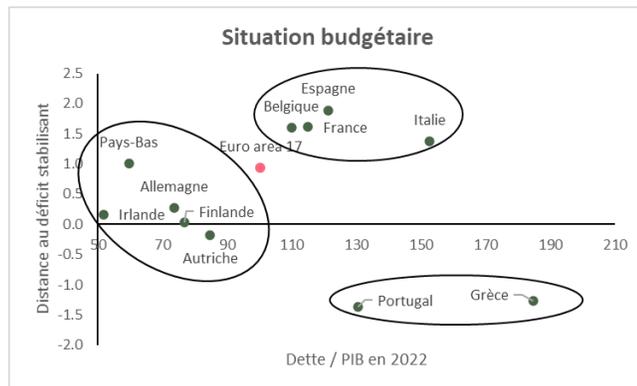
Il faut alors introduire une autre notion : celle de « déficit

stabilisant ». Il s'agit du niveau de déficit, pour un niveau de dette, de taux d'intérêt et de croissance donnés, qui permettra de stabiliser le ratio dette sur PIB. Un déficit supérieur créerait une augmentation de la dette, donc une augmentation du service de la dette, donc un déficit plus important, donc une accélération de la dette. Un chemin exponentiel qui n'est donc pas tenable.

Nous avons calculé ces déficits stabilisants pour les pays de la zone euro. Il faut tout d'abord remarquer que, d'après l'OCDE, le déficit s'améliore cette année de 2,8 ppt. Un nombre très conséquent. Toutefois, il faudra encore enlever quasiment un point de déficit pour arriver à l'équilibre. Bien sûr, le but devrait être de faire encore mieux pour que la dette baisse dans une période de reprise.

	Balance primaire en 2021	Balance primaire en 2022	Deficit primaire stabilisant (avec 3% de croissance nom)	Variation nécessaire
Autriche	-5.4	-1.3	-1.5	-0.2
Belgique	-6.7	-3.4	-1.8	1.6
Finlande	-4.0	-2.2	-2.2	0.0
France	-7.0	-4.0	-2.3	1.6
Allemagne	-4.6	-2.0	-1.8	0.3
Grèce	-7.0	-1.6	-2.8	-1.3
Irlande	-2.4	-0.9	-0.8	0.2
Italie	-6.2	-2.8	-1.4	1.4
Pays-Bas	-5.5	-2.3	-1.3	1.0
Portugal	-1.8	-0.1	-1.4	-1.4
Espagne	-6.4	-3.6	-1.7	1.9
<b>Euro area</b>	<b>-5.6</b>	<b>-2.7</b>	<b>-1.7</b>	<b>0.9</b>

Les disparités par pays sont d'ailleurs importantes, comme le montre le graphique ci-dessous.



Essentiellement, on distingue trois groupes :

- **Les mauvais élèves repentis :** Grèce et Portugal. Avec un niveau de dette élevé, mais une position budgétaire favorable, et donc une trajectoire baissière du ratio dette sur PIB.
- **Les mauvais élèves impénitents :** Belgique,

France, Espagne et Italie. Avec une dette élevée, plus de 100 % du PIB, mais également un déficit excessif qui ne permet pas de stabiliser le ratio et donc la nécessité d'un resserrement budgétaire d'au moins 1 point de PIB.

- **Les bons élèves :** Pays-Bas, Irlande, Allemagne et Autriche. Avec des ratios de dette inférieurs à la moyenne européenne et un besoin de resserrement budgétaire relativement faible.

## Conclusion : le problème n'est pas le niveau des taux, mais du déficit

La conclusion, à la lecture des chiffres, est que le niveau de taux actuel est loin d'être préoccupant. Il reste confortablement en-dessous du niveau historique des taux et donc les émissions des États européens se font toujours à des conditions très favorables. Le taux moyen de la dette de ces États continuera à baisser.

La trajectoire de la dette sur PIB est néanmoins exponentielle dans la vaste majorité des pays en raison d'un déficit hérité de la période Covid. Ces niveaux de déficit ne sont pas tenables et doivent être résorbés au plus vite pendant les périodes de forte croissance. En théorie, ces déficits exceptionnels étaient liés à la crise du Covid et sont donc purement de nature cyclique ou temporaire et devraient se dégonfler rapidement. En pratique, il semble que certains États (une fois de plus !) ont réussi à transformer une bonne partie de ce déficit cyclique en déficit structurel, par exemple en pérennisant certaines mesures d'urgence.

Objectif louable pour soutenir la croissance, mais vu à court terme, car cela place les finances publiques sur des trajectoires qui ne sont tout simplement pas tenables. Le risque est alors de devoir, une fois de plus, effectuer un resserrement budgétaire, lorsque le marché panique, c'est-à-dire lors de la prochaine crise. Bref, nous nous dirigeons allègrement vers une politique procyclique : toujours stimulante, alors que l'économie est repartie, et restrictive lors de la prochaine crise.

Jusqu'ici tout va bien.

**Stéphane Déo**

- **La revue des marchés**

## La Fed réagit enfin

### La Fed prévoit des taux à 2 % en fin d'année ; accalmie sur les marchés

La guerre en Ukraine entre dans sa quatrième semaine. Les bombardements s'intensifient, y compris à l'ouest sur les bases militaires proches de la frontière polonaise utilisées par l'OTAN. Ces attaques et la communication erratique de la Russie ne semblent pas laisser de place à un cessez-le-feu et de réelles négociations avec l'Ukraine. Les Américains ont accru leur aide militaire à l'Ukraine et mis en garde la Chine quant aux conséquences d'un éventuel soutien à la Russie. Joe Biden devrait se déplacer à Bruxelles et une visite en Ukraine est évoquée. Toutefois, l'heure est à l'accalmie sur les marchés financiers. Les indices actions ont repris le chemin de la hausse. Les autorités chinoises ont rassuré sur plusieurs points : la stabilité financière est une priorité, un dialogue avec les autorités américaines au sujet de la cotation des firmes chinoises est engagé, le tour de vis réglementaire visant les grandes entreprises de technologie touche à sa fin et le soutien aux promoteurs immobiliers est réaffirmé. Ces déclarations ont engendré de forts rachats de positions vendeuses, mettant un terme à la spirale baissière des géants technologiques chinois. Le soutien de la PBoC devrait aussi s'accroître, malgré le statu quo observé la semaine passée.

Sur le plan conjoncturel, les données disponibles reflètent la situation qui prévalait avant l'invasion de l'Ukraine. Les publications américaines demeurent solides. Les ventes au détail ont bondi de 4,9 %m en janvier et progressaient encore de 0,3 %m en février. La hausse des prix (7,9 % en février) est néanmoins le principal facteur pesant sur la confiance des ménages. L'indice des prix devrait encore accélérer probablement vers 9 % au printemps. Le marché du travail est très tendu, de sorte que l'ajustement des salaires se poursuivra. La Fed privilégie clairement l'inflation, très supérieure à l'objectif. La Banque centrale a donc procédé à un premier relèvement de taux de 25 pb. Un total de 150 pb supplémentaires, soit probablement une hausse de 25 pb à chaque FOMC, constitue le scénario privilégié. Les Fed funds se situeraient à 2 % en fin d'année. La décision du 16 mars n'est pas unanime. James Bullard aurait préféré un mouvement de 50 pb et 6 autres participants au comité projettent des hausses de 50 pb cette année. L'asymétrie à la hausse des taux perdure. En revanche, le taux terminal a été abaissé à 2,25 %. Cette révision a contribué à raviver la tendance à l'aplatissement de la courbe des taux. La Fed craint peut-être un redressement trop rapide de la prime de terme une fois enclenchée la réduction du bilan. Cette réduction devrait débuter en mai ou en juin. Les minutes du FOMC présenteront des simulations. Un scénario possible est une

diminution des actifs de 100 Mds \$ par mois, pour un total de 1 500 Mds \$. L'inversion de la courbe des taux témoigne des risques perçus sur l'activité et l'effet attendu sur l'inflation future, compte tenu de la politique monétaire plus restrictive. Au Royaume-Uni, la BoE a également procédé à une hausse de 25 pb, son troisième mouvement depuis décembre. L'absence de vote en faveur d'un mouvement de 50 pb réduit néanmoins la probabilité d'une surprise haussière à court terme. À l'inverse, la BoJ a surpris en encourageant la faiblesse du yen.

La volatilité des marchés financiers semble s'atténuer quelque peu. Le T-note s'échange autour de 2,15 %. La courbe américaine revient sur les niveaux les plus serrés de 2022 à 20 pb sur le 2-10 ans. L'appétence pour le 30 ans américain réduit le spread 10-30 ans de près de 10 pb sur la semaine. L'abaissement du taux terminal, la baisse anticipée de l'inflation à terme et les craintes liées à l'activité entretiennent la demande de Treasuries longues. Parallèlement, les taux hypothécaires se tendent à près de 4,30 % au plus haut depuis 2019. Les flux de couverture des portefeuilles de MBS devraient contribuer à l'écartement des swap spreads à long terme. En zone euro, le Bund oscille autour de 0,35 %. La tendance reste à la pentification de la courbe, surtout sur le segment 2-10 ans. Les swap spreads se sont détendus, tout en restant environ 15 pb plus larges que les niveaux d'avant-crise. Les covered bonds, et autres proxy-swaps, bénéficient du resserrement. Les dettes périphériques semblent aussi avoir digéré l'annonce de la fin du QE. L'Italie comme la France ont pourtant prolongé leurs plans de soutien à l'économie.

Le marché du crédit reste tendu, sous l'effet des rachats sur les fonds de crédit. Le marché primaire s'est raréfié, depuis février. On observe une réduction des maturités émises sur l'IG et une hausse des primes à l'émission. Le niveau des spreads (147 pb) semble désormais suffisamment attrayant pour atténuer les pressions à l'élargissement, d'autant que le niveau de trésorerie des fonds est élevé. Les spreads du high yield (440 pb contre Bund) montrent des signes de stabilisation. L'effet de convexité négative (réduction de la flexibilité financière des emprunteurs) avait amplifié l'élargissement des spreads. Les flux de couverture (achat de protection sur l'iTraxx) s'inversent désormais avec l'amélioration du sentiment. La revente de ces couvertures a réduit le spread du XO de 427 pb en séance le 7 mars à environ 345 pb.

La volatilité des actions européennes a diminué. Les flux de capitulation des étrangers se réduisent, les prix de l'énergie refluent et les échéances des Banques centrales sont digérées. L'aplatissement profite à la croissance et, à un degré moindre, la qualité/visibilité sur les bénéfices redevient un critère gagnant au détriment des valeurs offrant du rendement et du secteur de la consommation.

**Axel Botte**

Stratégiste International

## ● Marchés financiers

Emprunts d'États	21-mars-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	-0.32%	+2	+13	+30
EUR Bunds 10a	0.4%	+3	+20	+58
EUR Bunds 2s10s	72bp	+1	+6	+29
USD Treasuries 2a	1.98%	+12	+52	+125
USD Treasuries 10a	2.19%	+5	+26	+68
USD Treasuries 2s10s	19.7bp	-7	-26	-58
GBP Gilt 10a	1.53%	-6	+12	+56
JPY JGB 10a	0.21%	+1	-4	+3
EUR Spreads Souverains (10a)	21-mars-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	46.16bp	0	-1	+9
Italie	154.01bp	-6	-3	+19
Espagne	95.27bp	-3	-3	+21
Inflation Points-morts (10a)	21-mars-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.54%	-12	+46	+44
USD 10a Inflation Swap	3.09%	-3	+45	+32
GBP 10y Inflation Swap	4.63%	-8	+19	+45
EUR Indices Crédit	21-mars-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	146bp	-7	+20	+51
EUR Agences OAS	62bp	-4	+0	+13
EUR Obligations sécurisées OAS	70bp	-5	+5	+24
EUR High Yield Pan-européen OAS	438bp	-17	+41	+120
EUR/USD Indices CDS 5a	21-mars-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	76bp	-4	+5	+28
iTraxx Crossover	359bp	-22	+10	+117
CDX IG	64bp	-12	-5	+15
CDX High Yield	358bp	-52	-13	+65
Marchés émergents	21-mars-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	459bp	-38	+62	+90
Devises	21-mars-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.106	1.134	-2.184	-2.7
GBP/USD	\$1.315	1.138	-3.323	-2.8
USD/JPY	JPY 119	-0.889	-3.782	-3.5
Matières Premières	21-mars-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$112.7	\$5.8	\$19.7	46.55396619
Or	\$1 925.5	-\$25.4	\$19.2	5.2635
Indices Actions	21-mars-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	4 463	6.16	2.63	-6.4
EuroStoxx 50	3 903	4.32	-2.08	-9.2
CAC 40	6 624	3.99	-2.42	-7.4
Nikkei 225	26 827	6.62	-0.31	-6.8
Shanghai Composite	3 254	0.94	-6.79	-10.6
VIX - Volatilité implicite	24.89	-21.66	-10.31	44.5

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](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 ...21/03/2022

### 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)