

● Le thème de la semaine : Italie : un premier écart budgétaire ?

- Le déficit mensuel de l'état italien montre une nette détérioration du besoin de financement en mars ;
- Cette dégradation inattendue des comptes publics intervient après la révision à la hausse des déficits publics entre 2020 et 2022 ;
- Le coût des mesures de soutien engagées face à la crise énergétique depuis l'été 2022 et la baisse plus récente des recettes fiscales laissent entrevoir un dérapage budgétaire pour 2023 ;
- Une nouvelle projection du déficit 2023 devrait être communiquée fin avril par le gouvernement ;
- Le marché des BTPs italiens semble ignorer ce risque, le spread affichant une étonnante stabilité autour de 185 pb contre le Bund à 10 ans.

● La revue des marchés : Le crédit profite de l'accalmie

- Semaine sans tendance sur les taux ;
- Données mitigées aux Etats-Unis, croissance plus forte en Chine ;
- La baisse de la volatilité favorable au crédit ;
- Les actions européennes font mieux que le S&P.

● Le graphique de la semaine



Aux Etats-Unis, la volatilité des taux courts (2 ans) est repassée au-dessus de celle des taux à 10 ans depuis quelques temps. La fin des politiques monétaires non-conventionnelles et le resserrement monétaire abrupte à partir de 2022 a inversé la structure par terme de la volatilité.

Dans la perspective d'un statu quo sur les taux de la Fed désormais, la volatilité des taux à long terme s'est rapprochée du niveau de la volatilité du 2 ans. Si cela perdure, une normalisation de la prime de terme est probable.

● Le chiffre de la semaine

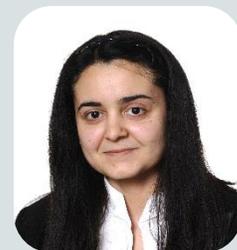
1,428

Source : Ostrum AM

C'est la population indienne en milliard d'habitants. L'Inde vient de dépasser la Chine en tant que pays le plus peuplé du monde selon les Nations Unies.



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**

Italie : un premier écart budgétaire ?

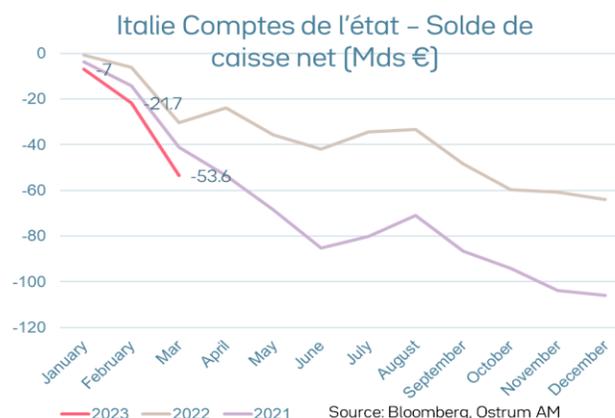
Le marché obligataire italien semble immunisé contre les hausses de taux, traversant sans encombre la volatilité et les turbulences bancaires du mois de mars. La détérioration significative des finances publiques est passée inaperçue. Dans cette note, nous examinons les chiffres mensuels du solde public et les projections des besoins de financement pour évaluer le risque d'une surprise défavorable sur les marchés de la dette italienne, alors que la BCE poursuit son resserrement monétaire.

Les derniers chiffres de déficit

La dette publique italienne (2 700 milliards d'euros, soit 144 % du PIB en décembre 2022) est depuis longtemps une source d'inquiétude pour les marchés financiers. Les révisions apportées au déficit public à la suite de nouvelles règles comptables européennes (voir ci-dessous) sont édifiantes : 9,7 % du PIB en 2020 (contre 9,5 % initialement communiqués), 9,0 % (contre 7,2 %) en 2021 et 8 % en 2022 par rapport à un objectif de 5,6 % fixé en novembre. Alors que la BCE augmente les taux d'intérêt et a entamé la réduction de son portefeuille, la situation des finances italiennes mérite d'être surveillée.

Le suivi des finances publiques peut être difficile. Le solde de caisse de l'administration centrale peut ne pas être aligné sur le déficit selon la définition de Maastricht, compte tenu des différences de calendrier ou de saisonnalité des recettes et des paiements fiscaux. Les mesures mises en place depuis la pandémie et en réponse à la crise du coût de la vie ont fortement modifié le profil saisonnier du déficit. Cela étant, il faut garder à l'esprit que c'est le déficit mesuré en écarts de trésorerie qui détermine in fine les besoins de financement réels, les emprunts sur le marché et, en fin de compte, le niveau de dette publique.

L'objectif officiel de déficit pour 2023 doit être mis à jour à la fin du mois d'avril. La prévision actuelle du gouvernement est de 4,5 % du PIB, ce qui, à première vue, semble bien inférieur au déficit de 8 % rapporté pour 2022. Cependant, les premiers signes d'une dégradation sont apparus.



Revue des données mensuelles sur le solde de trésorerie

Les chiffres mensuels de trésorerie de l'administration centrale ont montré un important déficit de 31,9 milliards d'euros en mars, après une détérioration déjà notable au cours des deux mois précédents. À 53,6 milliards d'euros, le solde cumulé affiche un écart de 23,8 milliards d'euros par rapport au premier trimestre 2022.

En outre, le solde de trésorerie du gouvernement italien a cessé de s'améliorer depuis la mise en œuvre, l'été dernier, des mesures budgétaires visant à compenser le poids des prix élevés de l'énergie.

Pendant ce temps, le montant des liquidités du gouvernement italien et les dépôts consolidés auprès de l'Eurosystème ont diminué de quelque 24 milliards d'euros depuis août dernier.

Il existe plusieurs explications possibles au dérapage du budget. Le détail du solde de l'administration centrale n'est disponible que jusqu'en février 2023. Il nous faudrait donc des données supplémentaires pour mieux appréhender les raisons de la dégradation observée en mars.

Indicateurs Etat central	2023		2022		% Var. Janv-Fév
	Janv.	Fév.	Janv.	Fév.	
A. Solde total (1-2)	-7.224	-14.985	-602	-5.196	
1 Recettes fiscales totales	47.454	40.408	44.203	43.055	0.7%
Impôts, dont					
Impôts directs	35.788	31.465	35.803	33.996	-3.6%
Impôts indirects	25.804	16.276	25.261	18.441	-3.7%
Recettes sur opérations financières	4.282	3.729	1.549	2.951	78.0%
2 Dépenses totales	54.679	55.392	44.805	48.251	18.3%
Masse salariale des fonctionnaires	9.699	7.302	9.472	7.219	1.9%
Intérêt	2.556	5.633	2.293	5.248	8.6%
Dépenses sur opérations financières	2.835	4.832	2.436	3.885	21.3%

Source: ministère des finances italien

Transferts coûteux

Du côté des dépenses, le dérapage semble en partie imputable aux paiements de sécurité sociale, après la revalorisation des pensions début 2023 en ligne avec l'inflation passée. Par ailleurs, les dispositifs généreux de MyStratWeekly – 24/04/23 - 2

soutien aux ménages et aux entreprises pour atténuer l'impact de la hausse des prix de l'énergie ont fait sensiblement augmenter les dépenses publiques depuis l'été 2022. Ces dépenses publiques se traduisent par des transferts au Fonds pour les services à l'énergie et à l'environnement (CSEA), qui gère à la fois la collecte des tarifs et les transferts du gouvernement.

La dégradation de la trésorerie de l'État est également imputable aux subventions octroyées durant la reprise post-covid. L'Italie a dépensé des sommes considérables en subventions pour la rénovation de bâtiments (parfois appelées « superbonus »). L'effet des subventions sur le déficit de caisse est néanmoins difficile à estimer. Les crédits d'impôt transférables doivent désormais être enregistrés dans leur année d'émission (c.-à-d. en comptabilité d'exercice) dans la définition Maastricht du déficit. Comme indiqué ci-dessus, ce changement de règles comptables a entraîné d'importantes révisions à la hausse du déficit public italien sur la période 2020-2022. Cependant, l'effet des crédits d'impôt sur le déficit de caisse s'étalera dans le temps.

Enfin, les paiements d'intérêts (en particulier pour les obligations indexées sur l'inflation et les obligations à taux variable) ont contribué à la hausse des dépenses. Le portefeuille de la dette italienne comprend une part importante d'obligations indexées sur l'inflation (156 milliards d'euros de BTPei et 106 milliards d'euros de BTP Italia) et d'obligations à taux variable (145 milliards d'euros de CCTeu). Alors que la France et d'autres pays ont des montants comparables d'emprunts indexés sur l'inflation, la part importante des FRN (CCTeu) dans le portefeuille de la dette italienne est sans équivalent en zone euro.

L'ISTAT fournit des estimations du coût de la dette publique. Les charges d'intérêts sont communément rapportées au PIB ou à l'encours de la dette, mais il est sans doute plus opportun de comparer cette charge financière aux recettes fiscales.

Les paiements d'intérêts de l'Italie ont représenté 9,1 % des recettes en moyenne sur quatre trimestres en décembre 2022. Cela induit une hausse de 2 % depuis deux ans. Les agences de notation considèrent en général que 8 % constituent un seuil d'alerte pour les emprunteurs souverains.

En août 2011, lorsque l'Italie a failli perdre l'accès au marché obligataire, la part des intérêts dans les revenus fiscaux était proche de 10 %. La BCE était, pour la première fois, intervenue en achetant des BTPs (le SMP consistait en des achats à la semaine en fonction des conditions de marché). Puis vint le "Whatever It Takes !" de Mario Draghi en 2012

qui ouvrira finalement la voie à la répression financière et l'assouplissement quantitatif (QE) à partir de mars 2015. La part d'intérêt actuelle de 9 % a prévalu pour la dernière fois avant le QE.

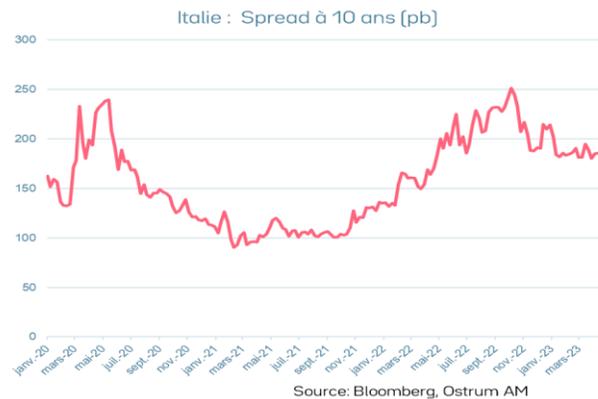
Recettes de l'État : plus de dividende d'inflation

Du côté des recettes, les chiffres de janvier-février 2023 montrent une nette baisse des recettes fiscales de 3,6 % par rapport à 2022. Sur les deux premiers mois de 2023, les impôts directs et indirects ont baissé respectivement de 3,7 % et 3,5 % par rapport à l'an dernier. Cela est significatif car, en ne relevant pas les tranches d'imposition, le gouvernement italien a jusqu'à présent bénéficié de recettes gonflées par l'inflation. Le dividende de l'inflation s'estompe, alors que les dépenses publiques s'ajustent désormais à la hausse des prix. L'effet de l'inflation sur la trésorerie de l'État italien s'inverse déjà et devrait peser sur le déficit dans les mois à venir.

En outre, le paiement de la tranche d'aide européenne (Fonds de reprise et de résilience) a été reporté au mois de mai par la Commission. Ce retard a peut-être pesé sur le déficit de mars, mais, l'an passé, la tranche RRF avait été versée en avril. Une fois publiées les données d'avril, nous saurons donc si ce report des fonds de l'UE a contribué au dérapage budgétaire.

Un marché du BTP trop complaisant ?

La dégradation du solde public est, semble-t-il, passée inaperçue. Les obligations italiennes ont en effet largement surperformé les Bunds allemands jusqu'à présent, cette année. Les spreads des BTP italiens à 10 ans s'échangent à moins de 200 pb depuis le début de l'année, bien en-dessous des sommets de 2022 autour de 240 pb.

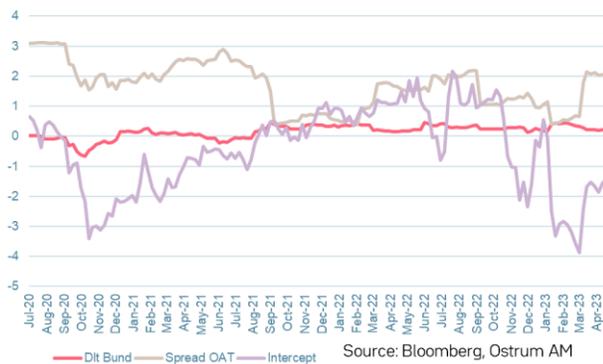


L'ensemble des spreads souverains de la zone euro a bien résisté à la volatilité historique des taux en mars, les

intervenants de marché se concentrant sur les banques et les perspectives des taux de la BCE. En janvier et février, les syndications d'obligations souveraines dont les transactions italiennes, avaient été bien accueillies par les marchés financiers, offrant quelques marges de manœuvre financières aux émetteurs souverains.

En conséquence, les spreads des BTP ont évolué conformément au bêta historique vis-à-vis des autres spreads souverains (par exemple les OAT) au cours des 6 derniers mois. En utilisant une régression standard, le bêta des variations hebdomadaires des spreads du BTP sur les spreads des OATs est resté stable autour de 2 au cours des six derniers mois. En d'autres termes, les variations des spreads du BTP ont reflété la perception du risque souverain global plutôt que les fondamentaux de l'Italie. La pression au resserrement s'exprime par la valeur fortement négative de la constante (- 1,5 pb par semaine), alors que la sensibilité aux rendements du Bund est négligeable (+ 0,2) et alors même que les obligations sans risque connaissent une très forte volatilité. En somme, le marché nous apparaît complaisant vis-à-vis du risque italien idiosyncrasique.

Betas des spreads BTPs aux variations des spreads OATs, au Bund & constante (fenêtres glissantes de 26 semaines)



QT de la BCE : quel enjeu pour l'Italie ?

L'Italie est le premier émetteur souverain au sein de la zone euro avec 315 milliards d'euros d'émissions brutes, cette année (selon les estimations de JP Morgan). Le total d'émissions nettes devrait rester limité (à 57 milliards d'euros en 2023), mais comme indiqué ci-dessus, le besoin de financement de l'État italien présente un risque de hausse. Cela étant, l'éventualité de versements plus rapides du programme NGEU ou des prêts supplémentaires de REPowerEU pourraient venir réduire le risque d'émissions de BTPs supplémentaires.

Le resserrement quantitatif pourrait modifier la dynamique des flux sur le marché obligataire de la zone euro dans un contexte de hausse des émissions des entités supranationales. Cependant, le QT a été calibré à un rythme modeste de 15 milliards d'euros par mois entre mars et juin. Concernant la dette italienne, la BCE pourrait laisser arriver à échéance 2 à 3 milliards d'euros de BTPs chaque mois jusqu'en juin. Le QT semble gérable pour le moment, mais les échéances des obligations italiennes sont surreprésentées dans la seconde moitié de l'année. Cela pourrait être un inconvénient si la BCE décidait d'accélérer le rythme de contraction des bilans à partir de juillet.

Pour rappel, la BCE détient des titres de dette du secteur public italien par le biais de deux programmes d'achat d'actifs (PSPP & PEPP) à hauteur de 731 milliards d'euros, sans compter les obligations d'État italiennes reçues en garantie des prêts TLTRO par exemple. La BCE publie une liste des obligations qu'elle met à disposition pour sa facilité de prêt. Les quantités détenues de chaque titre ne sont pas divulguées, mais on peut supposer que la BCE a acheté la part maximale de 25 % sur chaque obligation éligible. Sur les 250 milliards d'euros d'obligations (incluses dans la liste) arrivant à échéance cette année, la BCE pourrait avoir jusqu'à 62 milliards d'euros de BTPs à réinvestir en 2023. Ainsi, le QT pourrait représenter entre un tiers et la moitié de ce montant pour l'Italie.

Conclusion

Les marchés obligataires italiens ont surperformé jusqu'à présent en 2023, malgré la hausse des taux de la BCE et le resserrement quantitatif attendu. Toutefois, le solde de trésorerie de l'État semble se détériorer en raison de transferts coûteux aux ménages et aux entreprises, de charges d'intérêts plus élevées et de la fin de la poussée inflationniste des recettes. Le déficit démesuré de trésorerie du gouvernement en mars doit être surveillé, alors que la BCE resserre encore sa politique.

Axel Botte

● La revue des marchés

Le crédit profite de l'accalmie

Semaine sans tendance sur les taux, quelques statistiques mitigées aux Etats-Unis et le retour des flux sur le crédit

Le calme semble revenir sur les marchés de taux en fin de semaine après une remontée brutale de la semaine précédente. Le T-note avoisine 3,50% pris en étau entre le durcissement du discours des banques centrales et des données inégales dans les économies occidentales. Les nouvelles macroéconomiques chinoises confirmaient en revanche le redressement de la croissance et du solde extérieur. La saison des résultats engendre aussi son lot de surprises et de volatilité. Le crédit se resserre malgré l'inertie, voire le nouvel élargissement des swap spreads et des indices de crédit (iTraxx Crossover notamment). Le dollar est stable, ce qui n'empêche les prises de profits sur certaines devises (NZD) pourtant soutenues dernièrement par leurs Banques centrales. Parallèlement, la volatilité des actions demeure réduite.

Sur le plan économique, les données chinoises attestent d'une reprise de l'activité. La croissance trimestrielle du PIB ressort à 2,2% au premier trimestre (+4,5% sur un an). La relance monétaire de grande ampleur observée entre janvier et mars témoigne des objectifs gouvernementaux d'une croissance proche de 5% cette année. Le rebond de la consommation et l'amélioration du solde extérieur alimentent la reprise économique mais l'investissement, y compris l'investissement direct étranger, poursuit son ralentissement. Le solde extérieur chinois s'améliore aussi grâce au réchauffement des échanges asiatiques. Les défis notamment sur le plan démographique de la Chine sont pourtant considérables. En zone euro, les enquêtes apparaissent quelque peu décevantes dans le secteur manufacturier mais l'activité de services confirme une embellie économique. Outre-manche, l'inflation continue de surprendre à la hausse à 10,1% en mars. La BoE est aussi confrontée à des hausses de salaire supérieures à 6%. La nécessité de relever encore les taux. Aux Etats-Unis, l'activité dans le secteur du logement semble avoir atteint un plancher. L'investissement résidentiel devrait encore peser sur la croissance, qui avoisinera 2% au premier trimestre (en termes annualisés). Le Beige Book indique un durcissement localisé des conditions de crédit, notamment à New York. John Williams, président de la Fed de New York, semblait pencher pour un statu quo monétaire après une dernière hausse notamment en raison des conditions de crédit.

Le T-note américain a brièvement cassé le plafond des 3,60% à 10 ans. Les enquêtes auprès des investisseurs attestent d'un consensus revenu à la neutralité (ou

modérément vendeur). Le faible ratio des volumes traités d'options de vente par rapport aux options d'achat traduit la mise en œuvre de couvertures du risque d'un atterrissage brutal de l'économie. Cette asymétrie à la baisse des taux s'observe aussi dans la valorisation du 2 ans qui peine à intégrer un statu quo prolongé de la Fed. Le marché n'est pas encore prêt à valider ce scénario, ce qui entretient la situation d'inversion de la courbe des taux. Le redressement graduel de la volatilité sur les taux longs laisse néanmoins envisager un retour d'une prime de terme. Le Bund reste soumis au marché directeur et le Gilt sous-performe sous le poids d'une inflation toujours forte. Le marché primaire souverain et assimilés était assez lourd la semaine passée avec 32 Mds € dont un succès avec l'inflation italienne à 5 ans mais les flux entrants sur les fonds témoignent de l'intérêt des investisseurs. Les spreads souverains résistent encore. L'OAT s'échange autour de 56 pb et la dette italienne se maintient invariablement à 185 pb. Le risque souverain reste une source de stabilité. La dette souveraine émergente en dollars (492 pb, +6 pb) subit néanmoins quelques rachats qui se replacent cependant sur les marchés en devises locales.

Le marché du crédit observe un retour de la demande avec une collecte d'1 md € environ sur les ETF dédiés. Le marché primaire présente 8 transactions dont 5 émissions de dettes d'entreprises non-financières toutes bien accueillies par le marché. Les fonds avaient conservé des liquidités à réemployer. Toutefois, les indices synthétiques s'écartent de nouveau et la liquidité du secondaire reste parcellaire (fourchette de prix assez larges) malgré un environnement favorable au resserrement. Le high yield est aussi animé avec un primaire un peu plus actif. Les rendements offerts sont attractifs (au-delà de 10% pour une émission B-). Le marché des AT1 battu en brèche à la suite de la faillite de Crédit Suisse montre signe de vie avec une première transaction de Sumitomo au Japon.

Le marché des actions est étale cette semaine avec des publications de résultats en ordre dispersé. Le S&P 500 enchaîne trois séances baissières consécutives alors que l'Europe tient conformément aux réallocations favorables au Vieux continent depuis le début de l'année. Le compte de capital des Etats-Unis révèle d'ailleurs des flux vendeurs nets d'actions américaines par les non-résidents. L'automobile européenne subit les annonces erratiques en matière de stratégies de prix de Tesla. Les banques profitent, un temps, des tensions sur les taux avant de se replier. Le secteur pétrolier rechute avec le prix du baril qui perd 5\$ sur la semaine.

Enfin, le dollar est étale ou en hausse modeste, ce qui laisse la place à quelque prise de profit sur le dollar néo-zélandais par exemple.

Axel Botte
Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	24/04/23	-1sem (pb)	-1m(pb)	dep.31/12 (pb)
EUR Bunds 2a	2.94 %	+6	+55	+18
EUR Bunds 10a	2.49%	+2	+36	-8
EUR Bunds 2s10s	-45 bp	-4	-18	-26
USD Treasuries 2a	4.17 %	-2	+41	-25
USD Treasuries 10a	3.54 %	-6	+16	-34
USD Treasuries 2s10s	-63 bp	-4	-24	-8
GBP Gilt 10a	3.77 %	+8	+49	+10
JPY JGB 10a	0.47 %	-1	+16	+5
EUR Spreads Souverains (10a)	24/04/23	-1sem (pb)	-1m(pb)	dep.31/12 (pb)
France	56 bp	+1	+4	+2
Italie	186 bp	+3	-2	-28
Espagne	103 bp	+1	-3	-6
Inflation Points-morts (10a)	24/04/23	-1sem (pb)	-1m(pb)	dep.31/12 (pb)
EUR OATi	280 bp	-2	+16	-
USD TIPS	229 bp	-2	+8	-1
GBP Gilt Indexés	380 bp	+0	+30	+18
EUR Indices Crédit	24/04/23	-1sem (pb)	-1m(pb)	dep.31/12 (pb)
EUR Credit IG OAS	157 bp	-4	-23	-10
EUR Agences OAS	77 bp	+1	-1	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	87 bp	+4	-2	+3
EUR High Yield Pan-européen OAS	486 bp	+1	-33	-26
EUR/USD Indices CDS 5a	24/04/23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
iTraxx IG	83 bp	+1	-14	-7
iTraxx Crossover	440 bp	+8	-56	-34
CDX IG	76 bp	+2	-11	-6
CDX High Yield	471 bp	+7	-58	-13
Marchés émergents	24/04/23	-1sem (pb)	-1m(pb)	dep.31/12 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	490 bp	+12	-3	+38
Devises	24/04/23	-1sem (%)	-1m(%)	dep.31/12 (%)
EUR/USD	\$1.100	+0.83	+2.26	+2.78
GBP/USD	\$1.244	+0.65	+1.66	+2.92
USD/JPY	¥134.68	-0.16	-2.93	-2.64
Matières Premières	24/04/23	-1sem (\$)	-1m(\$)	dep.31/12 (\$)
Brent	\$81.4	-\$3.3	\$6.8	-\$3.3
Or	\$1 981.8	-\$9.8	\$3.6	\$157.7
Indices Actions	24/04/23	-1sem (%)	-1m(%)	dep.31/12 (%)
S&P 500	4 134	-0.10	4.09	7.66
EuroStoxx 50	4 408	0.92	6.71	16.19
CAC 40	7 580	1.09	8.05	17.09
Nikkei 225	28 594	0.28	4.41	9.58
Shanghai Composite	3 275	-3.25	0.30	6.03
VIX - Volatilité implicite	17.53	3.42	-19.37	-19.10

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

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 50 938 997 € – 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 ...24/04/2023

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