

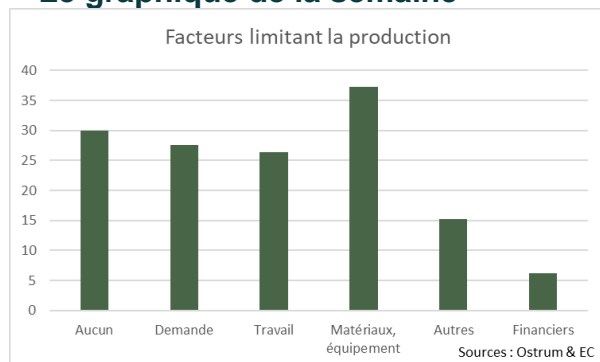
● Le thème de la semaine : Surchauffe ?

- Il est maintenant extrêmement peu probable que l'Europe connaisse deux trimestres négatifs ; les craintes d'un hiver difficile dû à la crise énergétique ne sont plus fondées ;
- En revanche, la relance budgétaire très ambitieuse a poussé l'activité au-dessus de son potentiel des deux côtés de l'Atlantique. Paradoxalement, les risques de surchauffe se multiplient ;
- Le risque alors serait que les Banques centrales soient obligées d'en faire encore plus et que l'on assiste à une récession en fin d'année ;
- Les marchés ont péché par excès de pessimisme, il y a quelques mois, en tenant pour quasi certaine une récession qui n'est jamais arrivée. Sont-ils maintenant trop complaisants, alors que la seconde moitié de l'année pourrait s'avérer difficile ?

● La revue des marchés : Désinflation ou désillusion ?

- Fed : Powell prend acte de la vigueur de l'emploi ;
- Le T-note remonte vers 3,70%, prises de profits sur les actions ;
- BoJ : Kazuo Ueda nommé en remplacement de Kuroda ;
- Stabilité des spreads mais des achats de protection sur le Crossover.

● Le graphique de la semaine



La dernière enquête trimestrielle dans l'industrie de la Commission Européenne montre des signes de problèmes du côté de l'offre.

30 % seulement des entreprises disent qu'il n'y a pas de facteurs limitant la production. C'est un des plus bas historiques.

26 % qui ont des problèmes à recruter, un des plus hauts historiques et très au-dessus des précédents pics cycliques.

37 % qui ont encore des problèmes avec les chaînes d'approvisionnement, c'est le problème principal. On n'avait jamais dépassé 15 % avant 2020 ! C'est sur un niveau totalement inhabituel, même s'il baisse un peu depuis le pic du trimestre dernier.

● Le chiffre de la semaine

0,9

Source : Ostrum AM

La Commission Européenne attend une croissance de 0,9 % en zone Euro cette année, sans un trimestre de négatif. C'est plausible même si cela semble un peu optimiste.



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.c



Aline Goupil-Raguénès

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

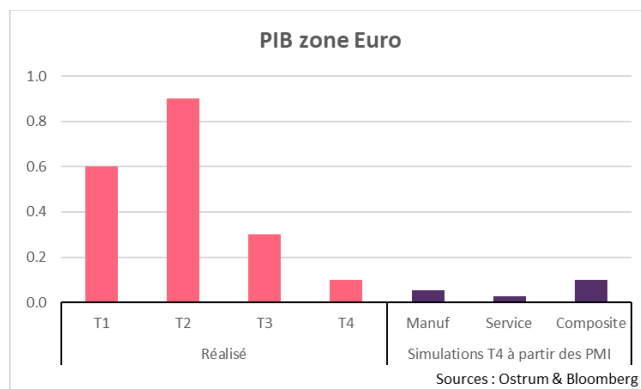
• Thème de la semaine

Surchauffe ?

La récession a été évitée, vive la récession ! Il est maintenant extrêmement peu probable que l'Europe connaisse deux trimestres négatifs, les craintes d'un hiver difficile dû à la crise énergétique ne sont plus fondées. En revanche, la relance budgétaire très ambitieuse a poussé l'activité au-dessus de son potentiel des deux côtés de l'Atlantique. Le risque, alors, devient celui d'une surchauffe de l'activité... et d'une récession plus tard dans l'année.

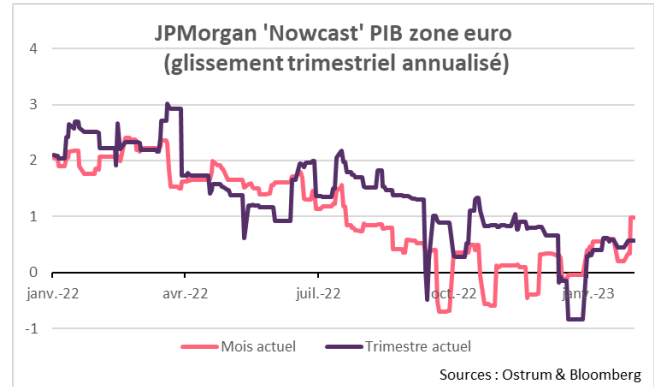
Une récession évitée

Les chiffres préliminaires sur le quatrième trimestre montrent une progression de 0,1 % du PIB de la zone euro. Les enquêtes dont nous disposons, en particulier les PMI, suggèrent quant à elles que la croissance sur le premier trimestre de cette année sera, certes anémique, mais en toute probabilité positive, comme le détaille le graphique ci-dessous.



De même, les « nowcast », qui prennent en compte les données haute fréquence pour estimer le PIB en temps réel, ont tendance à se redresser très lentement et confirment que le premier trimestre pourrait être un tout petit peu meilleur que le quatrième.

Ceci est dû aux relances budgétaires ambitieuses, mais aussi à l'agilité de l'économie qui a su trouver des substituts et amortir la crise énergétique.

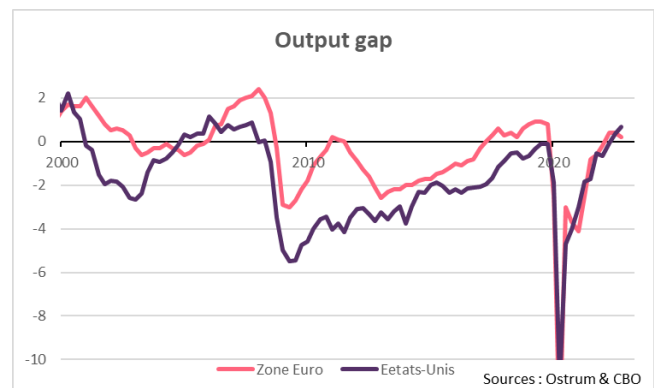


Il y a deux conséquences importantes à ces chiffres :

- d'une part le consensus des économistes remonte lui aussi. C'est pour l'instant très timide, les attentes 2023 pour la zone euro sont passées de - 0,1 % en début d'année à + 0,1 %. Elles devraient continuer à progresser de quelques décimales ;
- d'autre part, et c'est probablement plus important pour les actifs risqués, la probabilité du scénario catastrophe alternatif est en train de s'effondrer. L'ensemble des économistes converge vers la même vue. Cela a des implications majeures en termes de prime de risque, qui doit donc baisser avec l'incertitude, et explique la bonne tenue des actifs risqués.

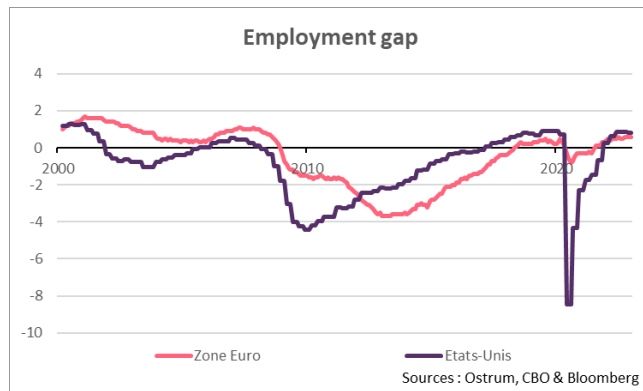
Reculer pour mieux sauter ?

Oui, mais voilà : nous sommes restés « le nez dans le guidon » en scrutant les évolutions de court terme. Un point qui n'est pas discuté est le niveau de l'output gap. L'output gap, en jargon d'économistes, mesure la différence entre la production potentielle et la production réellement observée. Des deux côtés de l'Atlantique, il est positif, ce qui veut dire que la production actuelle est au-dessus du potentiel. Ceci suggère une surexploitation de l'outil de production. Et, bien sûr, une situation difficilement pérenne.



des merveilles. Un peu trop même, peut-être !

Pour compléter le diagnostic, on peut aussi regarder l'« employment gap », qui est la différence entre le taux de chômage d'équilibre et le taux de chômage observé. Cette métrique est, bien entendu, très liée à l'output gap, car elle constitue une mesure alternative du taux d'utilisation des capacités. La conclusion est similaire, avec un taux de chômage descendu à un niveau inférieur au NAIRU.



En conséquence, il est très difficile d'envisager une croissance supérieure au potentiel sur l'année 2023 des deux côtés de l'Atlantique. Cela augmenterait encore plus l'output gap, donc les pressions sur l'outil de production, ce qui est peu probable. On peut donc voir la croissance potentielle comme une limite de vitesse difficile à dépasser : cette année, elle se situe légèrement au-dessus de 2 % pour les États-Unis et légèrement au-dessus d'1 % pour la zone euro.

Le risque, dans ce scénario, est que le momentum économique reste fort et que l'économie montre des signes de surchauffe. Il y a encore peu, alors que le consensus envisageait l'éventualité d'une crise énergétique grave, cette hypothèse aurait paru saugrenue. Elle devient de plus en plus un scénario plausible.

Les marqueurs d'une surchauffe cyclique sont déjà, en partie, présents :

- taux de chômage au plus bas historique des deux côtés de l'Atlantique ;
- inflation sous-jacente qui reste élevée et ne veut pas baisser ;
- Banques centrales qui montent les taux au-dessus du niveau d'équilibre ;
- Etc.

Ce cycle est bien entendu particulier. Si surchauffe il y a, elle viendra principalement d'un effort budgétaire excessif qui a permis d'éviter la crise énergétique. Un retrait rapide du soutien budgétaire pourrait être un élément qui favoriserait un atterrissage en douceur.

C'est d'ailleurs une éventualité que Christine Lagarde a explicitement appelée de ses vœux. Il est écrit dans le communiqué initial de la BCE : « à mesure que la crise de l'énergie devient moins aiguë, il est important de commencer à réduire rapidement ces mesures [budgétaires] ».

Le risque est de revenir vers un cycle classique. Les dernières crises ont été liées à des événements exogènes ou à des bulles financières, en remontant dans le temps : Ukraine, Covid, subprime et crise souveraine en Europe, dot-com. Il devient plausible, voire probable, qu'un scénario purement cyclique, « à l'ancienne », se mette en place cette année avec une réaction plus marquée des Banques centrales.

Là aussi, Christine Lagarde a explicitement mentionné cette option : « Toute mesure allant à l'encontre de ces principes, [une réduction rapide du support budgétaire] est susceptible de provoquer des pressions inflationnistes à moyen terme, ce qui nécessiterait une réponse plus ferme de la politique monétaire. » On ne peut être plus clair.

Le risque de récession anticipé pour le début de cette année serait en fait plus important sur la seconde moitié de l'année.

Ce que dit le marché

On peut comparer cette vue avec les attentes de marché. La très belle performance des actifs risqués dans leur ensemble depuis fin septembre montre que les marchés ont évacué en grande partie les peurs de récession. La courbe néanmoins reste inversée et d'autres marqueurs de récession restent positionnés de manière très prudente. La vue est donc plus ambiguë que le rally récent ne peut le laisser croire à première vue.

Nous suivons sept marqueurs qui ont par le passé été pertinents pour prévoir une récession à venir. Ces indicateurs comprennent cinq variables de marché et deux variables économiques :

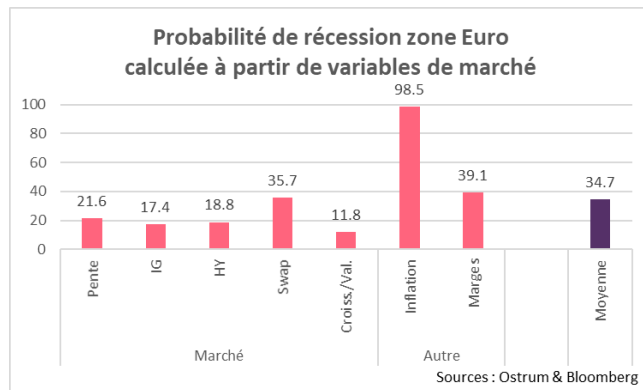
- **Pente de la courbe des taux** : une pente inversée est l'indicateur préféré des marchés pour prévoir une récession.
- **Spreads IG** : un écartement des spreads de crédit est un marqueur de stress à venir.
- **Spreads HY** : même idée que ci-dessus.
- **Swap spreads** : même idée que ci-dessus.
- **Croissance/value** : une performance relative forte des valeurs de croissance (ou une sous-performance de la « value ») dénote, là aussi, une crainte des marchés qui pénalise les valeurs les plus fragiles.
- **Inflation** : une inflation élevée est un signe de surchauffe et donc de récession à venir.

- **Marges des entreprises** : un pic sur les marges correspond aussi à un pic cyclique.

Si on utilise ces différentes variables, on peut calculer la probabilité implicite de récession attendue. Pour les puristes, nous utilisons un modèle Probit univarié.

Le graphique ci-dessous résume les résultats que nous avons trouvés. Commençons par l'inflation : avec un niveau totalement inhabituel d'inflation, le modèle « s'affole » et prédit une récession quasi certaine. De même, la résilience des marges conduit le modèle, certes dans une proportion bien moindre, à attendre une récession avec une probabilité importante. Les niveaux de marges sont effectivement élevés par rapport à la moyenne de long terme.

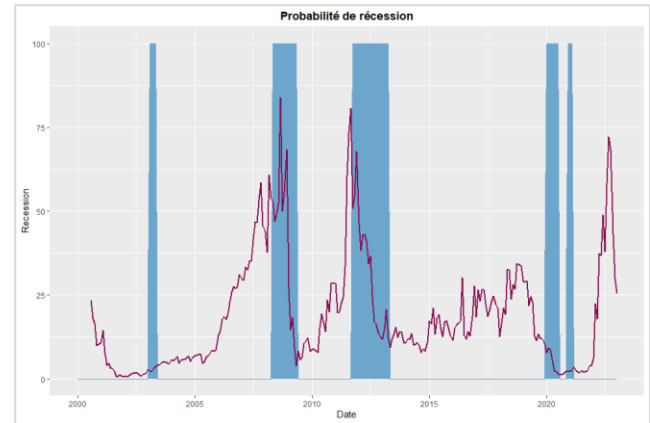
En revanche, les données purement de marché, spreads, swaps, croissance/value et pente de la courbe donnent un message beaucoup plus circonspect. Certes, le risque de récession n'est pas du tout écarté, mais, en moyenne, on reste sur des prévisions beaucoup plus prudentes. La belle performance de ces actifs risqués est passée par là, l'inquiétude a été amoindrie.



Pour compléter cette approche, nous utilisons les cinq variables de marché dans le même modèle (il s'agit donc, toujours pour les puristes, d'un Probit multivarié), pour résumer l'ensemble de l'information. Le résultat est montré sur le graphique suivant. Historiquement, cette approche a donné un signal tout à fait pertinent, même si les variables de marché n'ont pas du tout vu venir le choc de la Covid. Et pour cause.

Ce qu'il faut retenir, c'est que le marché était très inquiet en septembre, avec une probabilité de récession de plus de

70 % – une des plus élevées jamais enregistrée. Il semble donc qu'il s'agissait d'un faux signal et d'un niveau de pessimisme excessif. La correction a été très notable et les derniers chiffres donnent seulement 25 % de chance. Le risque n'est donc pas totalement écarté, mais il est très modéré.



Conclusion

Le débat sur une récession durant cet hiver semble avoir disparu. Il faudrait, pour enregistrer une récession, des événements peu probables : une révision significativement à la baisse du quatrième trimestre 2022 et un affaiblissement très rapide des données du premier trimestre 2023. Le marché a pris note, les actifs risqués ont rebondi et la probabilité implicite de récession est passée d'un niveau proche des plus hauts historiques à un niveau très limité.

Le risque n'est-il pas ailleurs ? L'économie accumule les signes de surchauffe, le risque alors serait que les Banques centrales soient obligées d'en faire encore plus que prévu et que l'on assiste à une récession en fin d'année. Un mouvement cyclique des plus classiques comme on n'en a pas vu depuis un quart de siècle.

Les marchés ont péché par excès de pessimisme, il y a quelques mois, en tenant pour quasi certaine une récession qui n'est jamais arrivée. Sont-ils maintenant trop complaisants, alors que la seconde moitié de l'année pourrait s'avérer difficile ?

Stéphane Déo

- **La revue des marchés**

Désinflation ou désillusion ?

La Fed espère la désinflation mais l'emploi, voire le pétrole, remet en cause le scénario d'une pause sur les taux.

La publication de l'emploi américain a laissé des traces. Les taux sont remontés vers 3,70% sur le T-note, Jerome Powell prenant acte des risques d'inflation salariale persistante. Le Président de la Fed soutient cependant que la désinflation est enclenchée. Pour cette raison, la pente de la courbe aux Etats-Unis reprend sa tendance d'inversion (le spread 2-10 ans retrouve le niveau de -80 pb). Le Bund (2,35%) suit le T-note. La réduction des risques à la baisse sur la croissance avec les transferts publics ralentit aussi la désinflation en zone euro. Cela étant, toute fluctuation des taux à la baisse ravive la hausse des actions de croissance. La corrélation négative entre taux à long terme et cours boursiers favorise les retournements intra-journaliers violents sur les actions. La volatilité réalisée semble très supérieure aux indices de volatilité implicite qui témoignent encore d'une certaine complaisance des intervenants. Les spreads de crédits restent bien orientés. Les swaps spreads en euro bénéficient de mesures techniques de la BCE (prolongation de la rémunération des dépôts des gouvernements) pour atténuer la pénurie de collatéral. La surperformance du high yield se poursuit malgré quelques rachats de protection sur le iTraxx Crossover sous 400 pb. Sur le marché des changes, le dollar-yen replonge après la nomination d'Ueda à la tête de la BoJ en remplacement de Kuroda. Le dollar fluctue au gré des anticipations de taux et de l'appétit pour le risque.

Sur le plan conjoncturel, l'économie de la zone euro s'affiche en stagnation au 4^e trimestre. Les transferts publics ont écarté la récession mais retardent désormais la baisse des prix. L'inflation allemande (9,2% en janvier) a diminué grâce aux dispositifs successifs plafonnant les prix du gaz (novembre), l'électricité (janvier) et le fioul domestique (février) avec, en outre, effet rétroactif. La BCE enjoint d'ailleurs les gouvernements à réduire leur soutien avec la baisse des prix des hydrocarbures. Le chiffre allemand entrainera une révision de l'inflation de la zone euro à 8,7% a priori. L'économie britannique affiche également une croissance nulle sur les trois derniers mois de 2022 malgré les grèves qui réduisent l'activité dans les services. L'investissement des entreprises (+4,8%T) est d'une vigueur surprenante. Les dépenses publiques ont compensé le ralentissement de la consommation des ménages (+0,1%T). Au Japon, la nomination de Kazuo Ueda au poste de gouverneur à partir du mois d'avril est perçue comme favorisant une politique plus restrictive par rapport à l'hypothèse Amamiya, jugé plus proche du

gouvernement. La hausse des salaires de 4,8% en décembre (bonus inclus) est inédite dans l'archipel depuis 25 ans. Des ajustements monétaires sont à prévoir à partir d'avril.

Sur les marchés financiers, le courant acheteur favorable aux actifs risqués semble s'affaiblir. La complaisance des intervenants se manifeste par une demande de protection faible sur les actions (d'où la faible asymétrie de la volatilité implicite). Les enquêtes auprès des investisseurs individuels américains montrent une nette amélioration du sentiment au cours des dernières semaines... mais, empiriquement, l'euphorie tend à préfigurer des corrections. Le rebond des valeurs peu détenues par les fonds et les plus vendues à découvert fait écho aux rachats de positions sur les contrats à terme. Les gérants et comptes spéculatifs ont racheté le S&P pour près de 300 Mds \$ de notionnel depuis le début du 4^e trimestre. La performance boursière de la technologie américaine indique que le marché réagit favorablement aux annonces de restructuration visant à redresser la profitabilité mais la sensibilité aux taux à long terme freine leur rebond. La baisse des profits agrégés du S&P se situe autour de 2% sur un an. Outre la tech, les secteurs en souffrance sont les matériaux de base et les financières. L'Europe évite la récession mais les marchés ont déjà intégré la reprise, au travers de la surperformance des cycliques et des performances à deux chiffres en 2023. Les flux témoignent d'une vision plus constructive de la communauté internationale vis-à-vis des marchés européens.

Quant au marché de taux, Jerome Powell prend acte de la vigueur de l'emploi et rejoint ses collègues en évoquant un taux terminal potentiellement plus élevé. Le T-note revient vers 3,70%, les investisseurs accumulant de nouvelles positions vendeuses sur les contrats. Cela étant, la courbe reste très inversée et la concurrence du T-bill (4,75% à 4 mois) semble réduire quelque peu les flux acheteurs de fonds obligataires. L'encours des fonds monétaires en USD reste supérieur à 4800 Mds \$ après 300 Mds \$ de collecte nette depuis octobre. Les dernières adjudications du Trésor se sont soldées par une demande faible sur les maturités 3 et 30 ans en particulier. Malgré ces arbitrages, le spread 2-10 ans s'échange autour de -80 pb, les positions jouant la pentification de la courbe à terme sont encore coûteuses. La publication de l'IPC de janvier risque d'accentuer l'inversion en cas de surprise à la hausse, du fait par exemple du rebond des prix de l'essence et des voitures d'occasion. La décision de la Russie de réduire sa production de pétrole en mars constitue aussi un soutien aux points morts d'inflation (Brent à 85 \$). Les anticipations d'inflation sont en hausse de plus de 10 pb sur la semaine écoulée. Le rendement du Bund remonte parallèlement sans réel préjudice aux spreads souverains, en légère hausse sur la semaine, ni au crédit. Le high yield poursuit sa surperformance malgré des rachats de protection sur l'iTraxx Crossover qui repasse le seuil de 400 pb.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	13-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	2.79%	+17	+20	+3
EUR Bunds 10a	2.39%	+9	+22	-18
EUR Bunds 2s10s	-41.3bp	-8	+2	-21
USD Treasuries 2a	4.55%	+8	+32	+13
USD Treasuries 10a	3.74%	+10	+24	-13
USD Treasuries 2s10s	-81.4bp	+2	-8	-26
GBP Gilt 10a	3.44%	+20	+7	-23
JPY JGB 10a	0.51%	+1	0	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	13-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	45.7bp	+0	-1	-9
Italie	183.82bp	-2	-3	-30
Espagne	94.44bp	+2	-5	-14
Inflation Points-morts (10a)	13-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.39%	+6	+9	-16
USD 10a Inflation Swap	2.55%	+9	+15	+3
GBP 10y Inflation Swap	3.76%	+2	+14	-15
EUR Indices Crédit	13-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	142bp	+0	-25	-25
EUR Agences OAS	70bp	-2	-5	-9
EUR Obligations sécurisées OAS	77bp	-4	-2	-7
EUR High Yield Pan-européen OAS	428bp	-8	-61	-84
EUR/USD Indices CDS 5a	13-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	79bp	+4	-1	-12
iTraxx Crossover	409bp	+17	-4	-65
CDX IG	73bp	+3	+2	-9
CDX High Yield	442bp	+18	+16	-42
Marchés émergents	13-févr.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	445bp	+19	-18	-7
Devises	13-févr.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.069	-0.373	-1.330	-0.2
GBP/USD	\$1.210	0.682	-1.031	0.1
USD/JPY	JPY 133	0.053	-3.560	-1.1
Matières Premières	13-févr.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$85.8	\$4.8	\$0.3	0.210157618
Or	\$1 859.4	-\$8.0	-\$60.8	1.9419
Indices Actions	13-févr.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	4 090	-1.11	2.28	6.5
EuroStoxx 50	4 231	0.61	1.93	11.5
CAC 40	7 193	0.79	2.42	11.1
Nikkei 225	27 427	-0.96	5.01	5.1
Shanghai Composite	3 284	1.40	2.78	6.3
VIX - Volatilité implicite	21.27	9.47	15.91	-1.8

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

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 ...13/02/2023

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