

## ● Le thème de la semaine : Myopie budgétaire ?

- Les déficits budgétaires projetés cette année restent importants. Les budgets devraient contribuer à la croissance et permettre d'absorber le choc énergétique ;
- À moyen terme, cela place les finances publiques sur une trajectoire inquiétante et, surtout, cela limite les marges de manœuvre, si une crise de plus venait à affecter l'économie européenne ;
- Jusqu'ici tout va bien. Mais on privilégie une fois de plus l'intérêt immédiat. Un exemple de plus de « myopie budgétaire » ?

## ● La revue des marchés : Le rally immaculé

- La désinflation entretient un *rally* généralisé ;
- L'inflation américaine à 6,5 % ;
- Nouvelle pression à la baisse sur les taux ;
- Actifs risqués toujours bien orientés avec la baisse du dollar.

## ● Le graphique de la semaine



La Chine rouvre ses portes et un indicateur haute fréquence pour juger de l'augmentation de l'activité et du retour à la normale est le volume de passagers du métro. Le graphique montre les deux principales villes, Beijing et Shanghai. Dans l'ensemble, le volume de transport était d'environ 1/4 de la normale en Chine à la fin de l'année dernière. Il rebondit rapidement et est maintenant de retour à environ 3/4 selon les villes.

Cela illustre la réouverture rapide de l'économie chinoise. Un élément majeur pour la trajectoire de la croissance mondiale, donc aussi pour l'inflation.

## ● Le chiffre de la semaine

**5**

Source : Ostrum AM

L'année 2022 a été la 5<sup>e</sup> année la plus chaude jamais enregistrée. Les températures ont été près de 1,2 degré supérieures au niveau préindustriel.



**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**

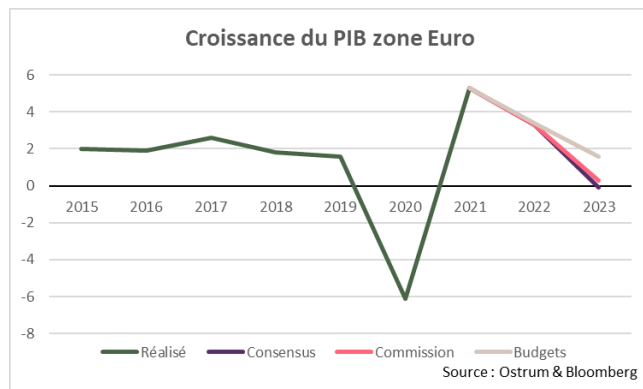
# Myopie budgétaire ?

**Les déficits budgétaires projetés cette année restent importants. Les budgets devraient contribuer à la croissance et contribuer à absorber le choc énergétique. Ces déficits placent aussi la zone euro sur une « trajectoire spontanée » de dette très préoccupante à terme. On ne pourra pas éviter *in fine* un resserrement budgétaire bien plus ambitieux.**

## Jusqu'ici, tout va bien

La BCE vient de publier un article sur les politiques budgétaires<sup>1</sup>. Elle utilise les chiffres de la Commission européenne de trajectoires budgétaires prévues sur la base des programmes gouvernementaux publiés durant l'automne dernier<sup>2</sup>. Les États membres de l'Union doivent, en effet, dans le cadre du « pacte de stabilité et de croissance », fournir leurs projections budgétaires, ce qui donne lieu à une évaluation de la Commission.

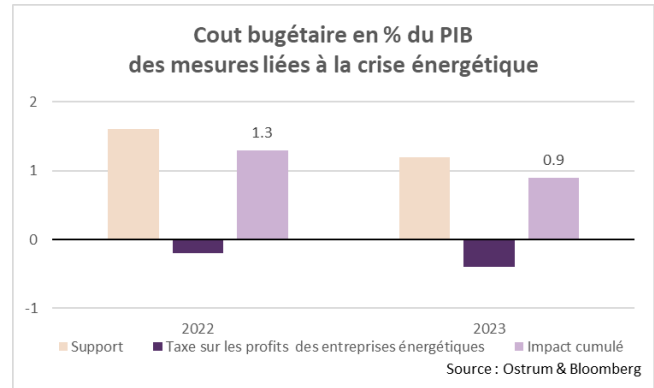
Il faut, en introduction, souligner que ces prévisions de déficit se fondent sur des hypothèses de croissance plutôt optimistes. La prévision de la Commission pour 2023 (+ 0,3 %), supérieure au consensus (- 0,1 %), nous semble crédible (Ostrum attend 0,2 %) ; les prévisions des États sont d'1,6 %.



Dans ce cadre favorable, les déficits se tasseraient, de 3,9 % du PIB en 2022 à 3,2 % en 2023. Et, en conséquence, le ratio de dette sur PIB s'améliorerait aussi de 93,9 % à

92,5 %. Il faut toutefois noter que les mesures temporaires liées à la crise du COVID disparaissent ; elles contribuent à 3,3 % du déficit en 2021, 0,9 % en 2022 et 0,0 % en 2023. Ces 0,9 % d'économie ne se traduisent donc pas dans la baisse du déficit, puisqu'il ne s'améliore que de 0,7 point.

Il est à noter que l'effort budgétaire lié à la crise de l'énergie s'estompe également. On peut imaginer que ces mesures seront largement réduites en 2024, ce qui donne une amélioration potentielle du déficit de 0,9 point.



Selon les chiffres et analyses de la BCE, le stimulus budgétaire total, lié à la crise de l'énergie et à la guerre en Ukraine, intégré dans les projections s'élève à environ 2 % du PIB en 2022-2023. Sur la base des mesures gouvernementales actuellement approuvées, environ un tiers de ces mesures de relance budgétaire – en particulier les dépenses pour compenser la hausse des prix de l'énergie et l'inflation, dans une certaine mesure, l'augmentation des capacités de défense – devraient continuer d'avoir un impact budgétaire en 2024.

En termes de support à l'économie, les budgets font donc beaucoup. L'article de la BCE cité ci-dessus, note « Les dernières projections de la BCE incluent un nombre sensiblement plus élevé de mesures de soutien liées à l'énergie que dans la base de référence de la Commission, ce qui indique une orientation budgétaire expansionniste en 2023. Le soutien global lié à la crise énergétique, [...] est estimé à environ 2 % du PIB ».

**En résumé, jusqu'ici tout va bien ; l'effort budgétaire consenti, après l'effort budgétaire de la crise COVID, est très conséquent et explique en grande partie la résilience de l'économie de la zone euro.**

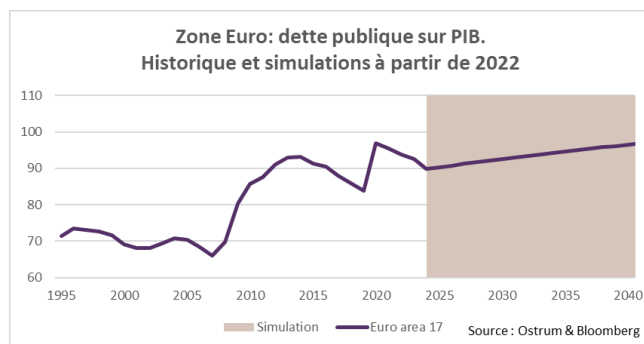
<sup>1</sup> Disponible sur : [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202208\\_08~8caa7063ac.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202208_08~8caa7063ac.en.html)

<sup>2</sup> Disponible sur : [https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-11/com\\_2022\\_900\\_1\\_en\\_chapeau.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-11/com_2022_900_1_en_chapeau.pdf)

## Retour de flammes

Nous avons utilisé toutes ces données pour simuler la trajectoire de la dette sur PIB de la zone euro. Le résultat est montré sur le graphique ci-dessous. Les données jusqu'en 2021 sont les données publiées, celles de 2022 et 2023 sont celles qui correspondent aux programmes budgétaires publiés par la Commission. La suite est constituée de nos simulation « toutes choses étant égales par ailleurs » : une hypothèse de croissance qui se stabilise au potentiel et des politiques budgétaires inchangées, etc.

Dans ce cas, la « trajectoire spontanée de la dette » (c'est comme ça qu'on dit en jargon d'économiste) reste haussière, certes de manière modérée. Les projections de déficit pour cette année sont donc insuffisantes pour replacer les finances publiques européennes sur une trajectoire satisfaisante, c'est-à-dire baissière. Le « déficit stabilisant » (autre terme du jargon qui désigne le niveau de déficit qui stabilise la ratio dette sur PIB) serait alors, d'après nos calculs, de 1,4 %. Avec un déficit toujours légèrement supérieur à 3 %, la dette sur PIB devrait donc continuer de progresser, de l'ordre de 1,1/2 point chaque année. Mesurée de cette façon, la marge n'est donc pas si importante vers l'équilibre.



Il s'agit bien d'une simulation et non d'une prévision. Le résultat est d'ailleurs assez optimiste pour plusieurs raisons :

- nous prenons, tels quels, les chiffres des différentes prévisions budgétaires qui nous semblent tout de même bien optimistes ;
- l'idée de stabiliser la croissance au potentiel fait du sens pour générer une trajectoire « spontanée », mais bien évidemment, à horizon 2040, nous passerons par des récessions, avec l'effet d'escalier habituel sur la dette ;
- la simulation « toutes choses égales par ailleurs » conduit à l'hypothèse que le coût de la dette est constant. Or, bien évidemment, le coût va progresser, donc la charge de la dette, donc le déficit. L'effet « boule de neige » devrait être plus fort que sur nos chiffres ;

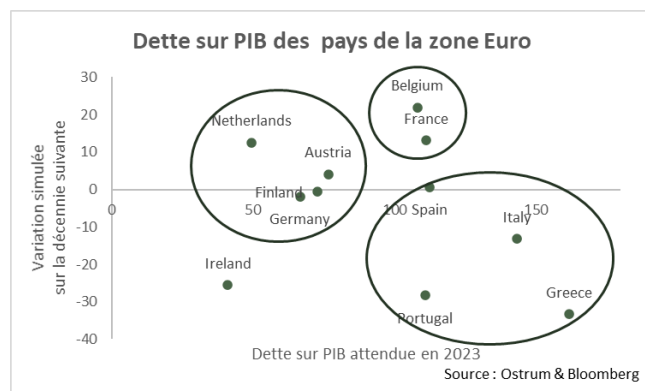
- nous ne prenons pas en compte dans ces chiffres la dette de l'UE : l'idée de socialiser la dette par le biais des programmes SURE ou autres est indubitablement une bonne idée. Mais c'est une couche de dette publique en plus qu'il faudra bien rembourser.

Il faut donc regarder nos simulations plutôt comme un minimum sur la trajectoire. La conclusion est alors simple : il semble inévitable que les pays de la zone euro devront mettre en place un resserrement budgétaire important dans les années à venir.

Et, en corolaire, si par malchance nous devons faire face à une crise de plus dans un avenir proche, la marge de manœuvre budgétaire dont nous disposons semble assez limitée.

## Divergences

Il faut ajouter une précision à ces chiffres. Il existe, sans surprise, une divergence importante par pays. La divergence est évidente sur les niveaux de dette qui, pour les 11 pays principaux s'étalonneraient en 2023 de 161 % pour la Grèce à 41 % pour l'Irlande.



Mais, et c'est probablement un point encore plus important, la différence est tout aussi frappante en termes de dynamique spontanée. Une fois de plus, il faut garder à l'esprit les limites de l'approche que nous avons mentionnée ci-dessus. Nous trouvons néanmoins quatre groupes distincts de pays :

- **les bons élèves** : en, fait « le bon élève » qu'est l'Irlande, avec une dette sur PIB proche de 40 % et des marges budgétaires confortables ;
- **les ex-bons élèves** : Pays-Bas, Autriche, Allemagne et Finlande. Ces pays ont une dette sur PIB avoisinant 60 %, mais n'ont pas consenti d'effort suffisants pour réduire la dette ;
- **les mauvais élèves repentis** : Italie, Espagne, Portugal et Grèce. Avec une dette largement au-

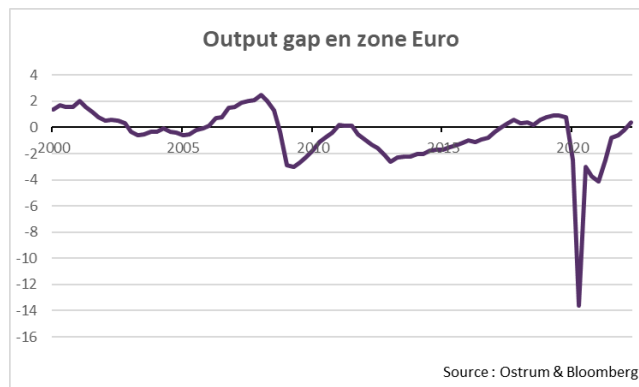
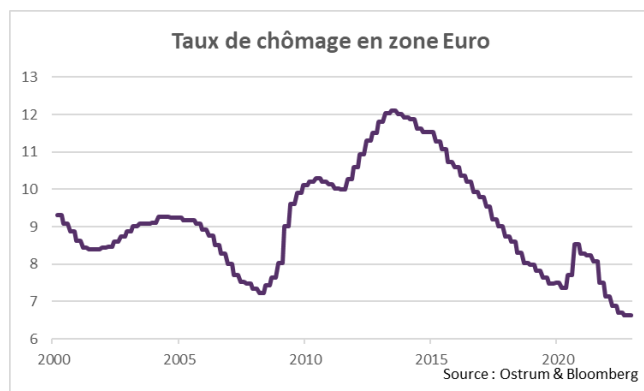
dessus de 100 %, mais une trajectoire de réduction amorcée.

- **Les mauvais élèves** : France et Belgique. Avec une dette élevée, au-dessus de 100 % et une trajectoire qui reste haussière. Ce sont, bien entendu, les pays les plus préoccupants.

## Conclusion

Les deux chocs que l'économie européenne vient d'affronter – COVID et crise énergétique – ont été très largement amortis par une politique budgétaire extrêmement ambitieuse. Sans cela, la baisse cyclique aurait pu être bien pire, avec des séquelles graves, par exemple en termes de défauts des entreprises qui auraient handicapé la reprise. La réaction, aussi pharaonique soit-elle, a été donc très largement justifiée à notre avis.

La politique actuelle est beaucoup plus discutable. Le taux de chômage est au plus bas historique en zone euro, l'output gap est positif d'après les estimations de Bloomberg. Une politique budgétaire contracyclique raisonnable suggérerait donc que les États réduisent beaucoup plus nettement leur support à l'économie et recommencent à constituer des marges de manœuvre en vue d'une prochaine crise.



Ce n'est pas le cas, loin de là.

À court terme, c'est une bonne nouvelle pour la croissance qui devrait donc être encore soutenue.

À moyen terme, la conclusion est beaucoup plus ambiguë. Cela place les finances publiques sur une trajectoire inquiétante, et surtout cela limite les marges de manœuvres, si une crise de plus venait à affecter l'économie européenne.

Jusqu'ici tout va bien. Mais on privilégie une fois de plus l'intérêt immédiat : un autre exemple de « myopie budgétaire » ?

**Stéphane Déo**

## • La revue des marchés

# Le rally immaculé

### La hausse des marchés alimentée par la désinflation et les espoirs de détente monétaire risque de se heurter à la reprise en Chine

L'inflation américaine s'annonçait comme la publication économique phare de la semaine. L'absence de surprise sur le chiffre entretient le rebond généralisé observé en ce début d'année. Les actions s'adjugent 5 % à 6 % aux États-Unis, selon les indices profitant d'un dollar en baisse qui traduit un scénario idyllique de désinflation et de détente monétaire. Les actions européennes gagnent 2 %. Sur les marchés de taux, les émissions obligataires totalisent un montant inédit de 100 Mds €, cette semaine. Les nouveaux emprunts n'empêchent pas un resserrement généralisé des spreads. Le 10 ans américain oscille autour des 3,50 %, après avoir rebondi, par deux fois, sur le point technique de 3,42 %. Les spreads souverains rejoignent les points bas de l'automne, de sorte que le BTP italien tutoie de nouveau les 180 pb à 10 ans. Le high yield se resserre de plus de 20 pb, en Europe comme aux États-Unis.

L'inflation américaine de décembre ressort en ligne avec les attentes à 6,5 % sur douze mois. La décélération de l'inflation provient principalement du reflux des prix de l'énergie, à l'exception du gaz domestique et de l'électricité, en hausse, malgré la tendance baissière sur les marchés à terme. L'inflation sous-jacente diminue aussi à 5,7 % contre 6 % le mois précédent. Cela étant, les prix des services pointent toujours à la hausse. Hors énergie, l'inflation des services dépasse ainsi 7 % sur un an. Le logement se renchérit aussi à hauteur de 0,8 % au mois de décembre, avant une lente décélération attendue à partir du printemps. En bref, la normalisation des prix des biens se heurte encore à l'inertie de l'inflation dans les services. Parallèlement, la réouverture de la Chine risque de remettre en cause le retournement des prix des biens. Le réveil chinois provoque un allongement significatif des délais de livraison et un redressement rapide des prix des métaux industriels (cuivre, métaux ferreux). En outre, la demande de pétrole chinoise remonte en décembre à 48 millions de tonnes. La « désinflation immaculée », nouveau vocable à la mode accompagnant le tournant haussier des marchés financiers, s'avèrera peut-être « transitoire » (sic). L'amélioration des perspectives en Chine trouve un écho en Europe. La production industrielle en zone euro s'est stabilisée. En France, la production d'électricité nucléaire se redresse progressivement. Le PIB allemand a probablement stagné au 4<sup>e</sup> trimestre, pour une croissance annuelle d'1,9% en 2022, bien loin des scénarios catastrophes évoqués l'an passé.

L'environnement monétaire témoigne de la difficulté des Banques centrales à ancrer leur politique restrictive. L'IPC, conforme aux attentes à 6,5 %, s'accompagne d'une baisse des rendements des Treasuries. Les banquiers centraux se

succèdent pour rappeler leur engagement à poursuivre le resserrement, mais un consensus se forme au sein du FOMC pour des hausses plus mesurées de 25 pb désormais. Le 2 ans retombe à 4,15 %, au plus bas depuis octobre. La courbe des taux reste inversée avec un spread 2-10 ans à - 68 pb. La mémoire des rendements à 10 ans à 2 % en moyenne entre 2012 et 2021 entretient la demande de Treasuries. Cela étant, le portage d'une position acheteuse, soit le coût d'opportunité des obligations, est défavorable. Une remontée brutale des rendements à long terme constitue un risque, si la croissance se prolonge. En zone euro, la baisse de l'inflation énergétique réduit considérablement les risques liés à l'activité. Cependant, l'augmentation de l'inflation sous-jacente milite encore pour un durcissement monétaire de la BCE. Les anticipations de marché indiquent un taux de dépôt à 3,25 % au printemps. Le bilan de la Banque se réduit à travers des remboursements de TLTRO (63 Mds € supplémentaires en janvier), avant le resserrement quantitatif en mars. Malgré cela, le Bund (2,15 %) s'échange quasiment au niveau du dépôt. Les nombreuses syndications de janvier attirent une très forte demande des investisseurs institutionnels. Le total hebdomadaire d'émissions ressort à 100 Mds €. L'OAT française se traite sous les 50 pb contre Bund. La réforme des retraites est un élément positif pour les finances publiques, mais la trajectoire budgétaire reste problématique à terme. La dette italienne est aussi recherchée. La couverture des positions spéculatives vendeuses de BTP se poursuit portant le spread vers 180 pb, soit les points bas de début décembre. L'effet homothétique des taux et des spreads persiste, de sorte que les souverains réagissent proportionnellement aux variations du Bund. Ainsi, les PGB et Bonos espagnols se resserrent sous le seuil de 100 pb.

Le marché du crédit connaît une embellie qui fait écho à la fois à la baisse des rendements souverains et à la hausse des actions. Le primaire fourni freine quelque peu le rétrécissement des spreads IG (-3 pb depuis le 31 décembre). En l'absence de primaire, le high yield se resserre davantage, de 30 pb en Europe à 50 pb aux États-Unis, depuis le début de l'année. Les niveaux de rendements inconnus depuis 10 ans permettent de tourner la page de 2022. Le crédit euro offre en effet des rendements de 4 %, supérieurs aux dividendes des actions et bien supérieurs aux 0,5 % de janvier 2022.

Sur les marchés d'actions, le rebond des valeurs à fort bêta se poursuit. La surperformance du S&P équilibré par rapport à l'indice pondéré par les capitalisations témoigne de l'ampleur de la vague de revalorisation. La baisse de l'euro permet au marché américain de combler son retard de performance face à l'Europe. Les premières publications bancaires sont néanmoins mitigées. Le sentiment envers les actions européennes s'est néanmoins amélioré. Les foncières et la consommation surperforment dans le sillage de la technologie.

**Axel Botte**

Stratégiste international

## • Marchés financiers

Emprunts d'Etats	16-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	2.58%	-3	+15	-19
EUR Bunds 10a	2.17%	-5	+2	-40
EUR Bunds 2s10s	-41.1bp	-2	-13	-20
USD Treasuries 2a	4.23%	+2	+5	-19
USD Treasuries 10a	3.5%	-3	+2	-37
USD Treasuries 2s10s	-73.5bp	-5	-3	-18
GBP Gilt 10a	3.4%	-12	+8	-27
JPY JGB 10a	0.53%	+2	+1	+8
EUR Spreads Souverains (10a)	16-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	46.48bp	-4	-8	-8
Italie	183.76bp	-12	-30	-30
Espagne	98.87bp	-5	-10	-10
Inflation Points-morts (10a)	16-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.28%	-3	-17	-27
USD 10a Inflation Swap	2.4%	-3	-14	-12
GBP 10y Inflation Swap	3.6%	-2	-22	-31
EUR Indices Crédit	16-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	161bp	-8	-10	-6
EUR Agences OAS	74bp	-3	-7	-5
EUR Obligations sécurisées OAS	78bp	-3	-12	-6
EUR High Yield Pan-européen OAS	473bp	-32	-49	-39
EUR/USD Indices CDS 5a	16-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	80bp	0	-16	-11
iTraxx Crossover	416bp	-2	-82	-58
CDX IG	70bp	-3	-14	-12
CDX High Yield	424bp	-19	-72	-60
Marchés émergents	16-janv.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	451bp	-18	-1	-1
Devises	16-janv.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.082	0.820	2.192	1.1
GBP/USD	\$1.221	0.181	0.477	1.0
USD/JPY	JPY 128	2.662	6.337	2.1
Matières Premières	16-janv.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$84.4	\$4.8	\$4.9	-1.734373181
Or	\$1 914.7	\$42.9	\$121.6	4.9692
Indices Actions	16-janv.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 999	2.67	3.81	4.2
EuroStoxx 50	4 158	2.20	9.30	9.6
CAC 40	7 048	2.04	9.23	8.9
Nikkei 225	25 822	-0.58	-6.19	-1.0
Shanghai Composite	3 228	1.62	1.89	4.5
VIX - Volatilité implicite	19.44	-11.52	-14.06	-10.3

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 ...16/01/2023

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