

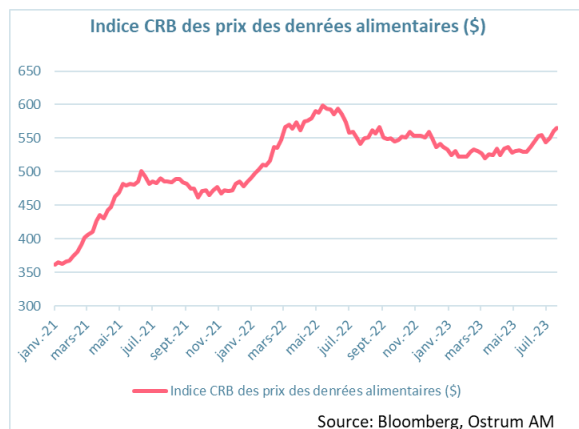
## ● Le thème de la semaine : Impact des remboursements de TLTRO sur les marchés

- Le 28 juin, les banques européennes ont remboursé 477 Mds d'euros de TLTRO ;
- L'excès de liquidité élevé et les remboursements anticipés réalisés ont permis la bonne tenue des marchés ;
- Certaines tensions se sont toutefois opérées sur le marché monétaire ;
- Pour les remboursements suivants, l'attention se porte sur les banques italiennes en raison d'un excès de liquidité insuffisant ;
- Elles devront avoir recours aux facilités de prêts de la BCE, emprunter sur les marchés ou réduire la taille de leur actif pour y faire face.

## ● La revue des marchés : Rebond des matières premières

- La désinflation à l'épreuve du rebond des matières premières ;
- Le T-note remonte vers 3,85 % avant le FOMC ;
- Refonte de l'indice Nasdaq et prise de profits sur les FANG ;
- L'UE débloque l'aide à l'Italie, le BTP se resserre.

## ● Le graphique de la semaine



Le prix des denrées alimentaires cotées sur les marchés s'affiche en net rebond depuis le début du mois de juin pour retrouver les niveaux de septembre 2022.

La Russie est sortie de l'accord permettant les exportations de blé via la mer Noire ce qui a contribué à une forte hausse des prix de la céréale. Par ailleurs, la résurgence du phénomène climatique El Nino risque de perturber les productions agricoles en Amérique du Sud, ce qui induit un risque haussier supplémentaire. L'Inde est aussi intervenue pour limiter ses exportations de riz.

Ces nouvelles tensions pourraient induire une remontée des prix de l'alimentation pour les consommateurs à l'horizon d'un an.

## ● Le chiffre de la semaine

**18**

Source : Bloomberg

18 jours : c'est le temps qu'il faut pour vendre une maison ancienne aux Etats-Unis compte tenu des faibles stocks disponibles. Le délai s'élevait à 30 jours en janvier 2023.



**Axel Botte**  
Directeur Stratégie Marché  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com



**Aline Goupil-Raguènes**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Thème de la semaine**

# Impact des remboursements des TLTRO sur les marchés

**Le 28 juin, les banques européennes ont remboursé 477 milliards d'opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO) à la BCE. En dépit du montant important, l'impact sur les marchés a été contenu, en raison d'un excédent de liquidité très élevé. Des disparités existent néanmoins entre les pays. Il reste 622 Mds d'euros à rembourser d'ici fin 2024. L'attention se porte tout particulièrement sur l'Italie, où l'excès de liquidité est insuffisant pour faire face à cette échéance.**

## Le contexte : virage à 180 degrés de la politique monétaire

### TLTRO : Quèsaco ?

Les TLTRO sont des opérations de refinancement à long terme ciblées réalisées par la BCE. Le but est d'inciter les banques commerciales à prêter aux ménages et aux entreprises en leur offrant des conditions de refinancement avantageuses. La BCE a lancé trois séries : le TLTRO I en 2014, le TLTRO II en 2016 et le TLTRO III en 2019. Les deux premières d'une durée de 4 ans sont arrivées à échéance et la troisième, d'une durée de 3 ans, est en cours (10 opérations se sont tenues de septembre 2019 à décembre 2021).

À travers ces opérations, la BCE augmente la taille de son bilan et rend sa politique monétaire encore plus accommodante. Les TLTRO font partie des instruments de politique monétaire à la disposition de la Banque centrale. Ils s'ajoutent à l'instrument principal qui réside dans les taux directeurs ainsi qu'à l'assouplissement quantitatif, à travers les achats de titres réalisés par la BCE, notamment d'obligations souveraines.

### TLTRO III : Demande record en juin 2020

Pour faire face au choc lié à la crise du Covid 19, la BCE a rendu sa politique monétaire encore plus accommodante. Elle a maintenu le taux de dépôt en territoire négatif à -0,50 % et lancé un nouveau programme d'achats d'urgence pour faire face à la pandémie (PEPP) en juin 2020.

Elle a également décidé en mars et avril 2020 de rendre les conditions des TLTRO III encore plus attractives, afin que les banques continuent de prêter aux entreprises et aux ménages dans un contexte marqué par un besoin accru de liquidité. Le but était d'éviter une multiplication de faillites provoquée par des difficultés d'accès à la liquidité étant donné que les entreprises cessaient brutalement leur activité et devaient faire face à leurs dépenses courantes.

Du 24 juin 2020 au 23 juin 2021, le taux d'intérêt appliqué aux opérations de TLTRO III a ainsi été réduit de 50 points de base par rapport au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement (MRO), qui était à 0 %, soit -0,50 %. En outre, si les banques maintenaient inchangé le volume de prêts accordés aux ménages (hors immobilier) et aux entreprises entre le 1<sup>er</sup> mars 2020 et le 31 mars 2021, elles pouvaient se refinancer à -1 %. La BCE avait, par ailleurs, assoupli de manière temporaire les règles relatives aux collatéraux apportés par les banques, tout comme certaines règles prudentielles.

Compte tenu des conditions très avantageuses offertes par la BCE, la demande des banques pour l'opération TLTRO III du 18 juin 2020 a atteint un record : 1 308 Mds d'euros. Celle-ci est arrivée à échéance le 28 juin 2023 et les banques ont dû rembourser.

### Resserrement sans précédent de la politique monétaire

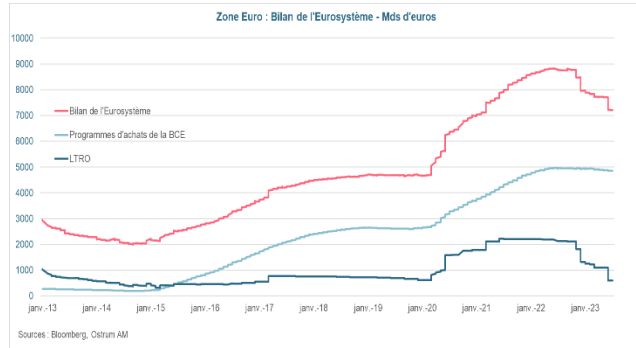
Ce remboursement important intervient alors que la BCE resserre fortement sa politique monétaire pour lutter contre une inflation élevée – 5,5 % en juin –, bien supérieure à la cible de 2 % suivie par la Banque centrale.

La BCE a augmenté ses taux directeurs de 400 points de base en un an, pour porter le taux de dépôt à 3,50 %. Elle devrait procéder à une nouvelle hausse de 25 pb jeudi. Elle réduit par ailleurs la taille de son programme d'achats d'actifs dans le cadre de l'APP (Asset Purchase Program), en procédant à des remboursements partiels de tombées entre mars et juin 2023 et en y mettant un terme le 1<sup>er</sup> juillet. En revanche, les réinvestissements dans le cadre du PEPP se poursuivent jusqu'à fin 2024, en y apportant une certaine flexibilité si nécessaire.

La BCE a également rendu ses opérations de TLTRO III moins attractives à partir du 23 novembre 2022. Le but est d'inciter les banques à procéder à des remboursements anticipés (3 dates supplémentaires ont été fixées à cette fin) et de réduire la taille du bilan de la BCE pour contribuer au

resserrement monétaire.

Les conditions de financements étant beaucoup moins avantageuses, les banques ont procédé à des remboursements anticipés. Ainsi, il ne restait plus que 477 Mds d'euros à rembourser en juin 2023 sur les 1 308 Mds qui avaient été demandés.

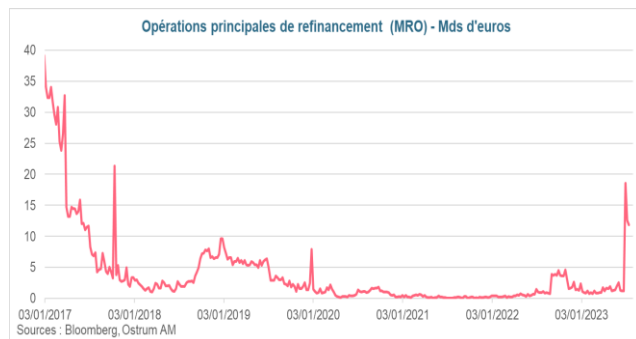


## Impact sur les marchés

### Hausse des opération principales de refinancement (MRO)

Le remboursement de 477 Mds d'euros a coïncidé avec une nette hausse des opérations principales de refinancement (MRO). Ce sont des opérations de prêts de la BCE à une semaine contre collatéral. Elles ont atteint 18,6 Mds d'euros la semaine du 28 juin pour atteindre un plus haut depuis octobre 2017. Depuis, ces opérations ont diminué pour revenir à 10 Mds la semaine du 19 juillet. C'est une hausse importante comparée à la moyenne de 1,3 Mds d'euros de MRO depuis le début de l'année mais très raisonnable au regard du montant de 477 Mds d'euros que les banques devaient rembourser.

Cela montre que la très grande majorité des établissements disposaient des liquidités nécessaires pour y faire face. Certains, et plus particulièrement les petits établissements bancaires, ont eu recours à la MRO pour se refinancer et ceci à un coût plus élevé que le TLTRO. Le taux appliqué est celui du taux principal de refinancement (refi), soit 4 %.



### Légère hausse des LTRO

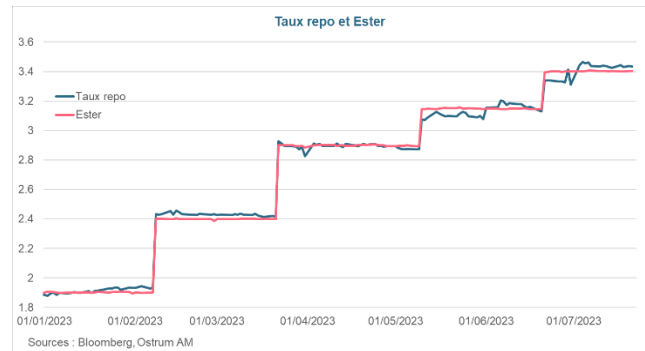
Les banques ont légèrement augmenté leur recours aux opérations de refinancement à long terme (LTRO), d'une durée de 3 mois, à hauteur de 4,32 Mds la semaine du 29 juin. Cela reste limité.

### Facilité de prêt marginal

L'utilisation de la facilité de prêt marginal est restée réduite – 150 millions d'euros la semaine du 30 juin – et depuis elle a reflué à 51 millions. C'est une facilité de prêt à 24 h de la BCE au taux de 4,25 %.

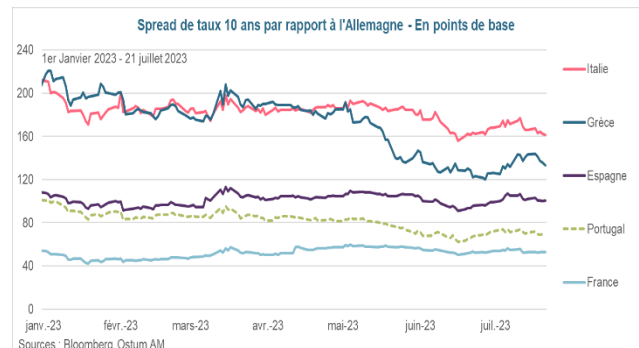
### Légères tensions sur le marché monétaire

Des tensions se sont opérées sur le marché monétaire comme le montre le graphique suivant. Le taux Ester a augmenté le 28 juin pour devenir supérieur au taux repo. Les banques ont eu davantage recours au marché interbancaire pour se refinancer. En outre, les marges à l'émission ont augmenté sur le court terme, surtout pour les pays périphériques. Cela montre que certaines banques ont ainsi fait appel au marché monétaire pour assurer les remboursements de TLTRO. Le coût est moins élevé que la MRO, le taux repo étant à 3,4 % contre 4 % pour le taux refi.



### Réaction des marchés obligataires souverains

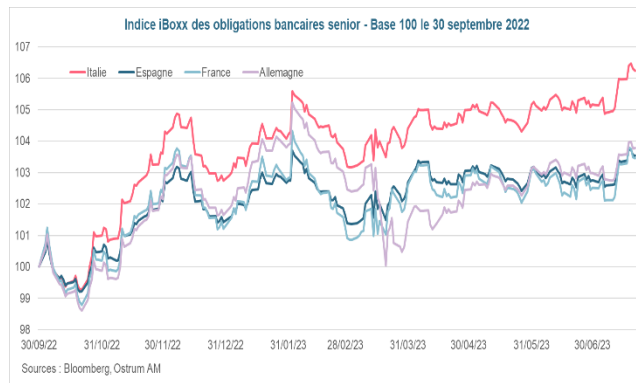
Il n'y a pas eu de réaction spécifique des marchés obligataires souverains au remboursement de TLTRO. Cela aurait pu effectivement générer des craintes sur les pays périphériques, compte tenu de leur plus forte dépendance à ces opérations.



L'écartement des spreads à partir de la mi-juin fait suite à un fort mouvement de resserrement et a consisté essentiellement à des prises de bénéfices des investisseurs. Concernant la Grèce, les tensions depuis le début du mois de juillet résultent de l'annonce d'un remboursement anticipé des prêts du FMI. Cela a été suivi d'une syndication de 15 ans, puis de l'émission à venir d'une obligation verte, opérations destinées à financer une partie du remboursement anticipé. Rien à voir avec le TLTRO. Le spread grec reste inférieur à celui de l'Italie, en raison de la perspective d'un retour rapide de la dette souveraine grecque en catégorie IG.

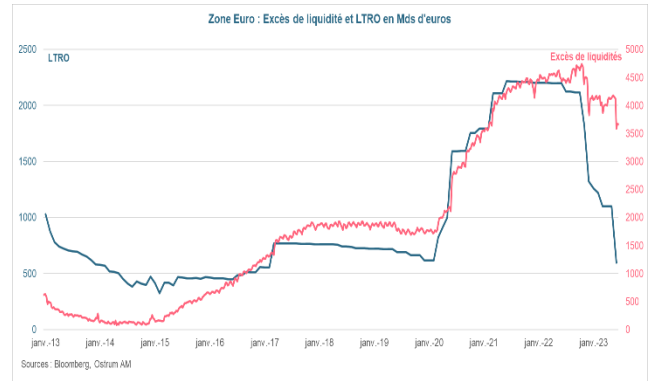
### Pas d'impact sur les obligations bancaires senior

Comme le montre le graphique suivant, les indices iBoxx sur les obligations bancaires senior se sont bien tenus le 28 juin. L'indice italien surperforme même ceux de la France, de l'Allemagne et de l'Espagne.



### La raison : l'important excès de liquidité

La bonne tenue des marchés par rapport à la taille des remboursements à effectuer réside dans un important excès de liquidité. Avant le remboursement du 28 juin, il s'élevait à 4 124 Mds d'euros, il est aujourd'hui de 3 662 Mds, ce qui reste très élevé. Cela est à comparer à un montant de LTRO de 1 100 Mds d'euros à fin mai et 578 Mds fin juin. Les excès de liquidité sont donc très supérieurs aux TLTRO à rembourser. Cela est le fruit de la forte hausse du bilan de la BCE à partir de mars 2020 avec des opérations de TLTRO plus intéressantes et la politique d'assouplissement quantitatif mise en place pour faire face à la crise du Covid-19. À cela s'ajoute le fait que la BCE continue de rémunérer les excédents de réserve, ce qui a permis le maintien d'une liquidité élevée.



En outre, les banques ont eu suffisamment de temps pour bien se préparer à cette importante échéance. Elles ont ainsi procédé à des remboursements par anticipation pour près de 64 % du montant initial, ce qui a permis d'éviter un choc sur la liquidité.

## Et après ?

Il reste encore 592 Mds d'euros de TLTRO à rembourser d'ici fin 2024 : 108 Mds d'euros en 2023 et 484 Mds en 2024. La plus importante échéance est le 27 mars avec 281 Mds d'euros.

Opération	Date de valeur	Maturité	Montant alloué (Mds)	Montant restant (Mds)	% Remboursé
MRO	19-juil.-23	26-juil.-23	10.0	10.0	0%
LTRO	29-juin-23	28-sept.-23	4.3	4.3	0%
LTRO	1-juin-23	31-août-23	0.8	0.8	0%
LTRO	27-avr.-23	27-juil.-23	0.7	0.7	0%
TLTRO III	22-déc.-21	18-déc.-24	52.0	43.1	17%
TLTRO III	29-sept.-21	25-sept.-24	97.6	90.6	7%
TLTRO III	24-juin-21	26-juin-24	109.8	69.8	36%
TLTRO III	24-mars-21	27-mars-24	330.5	280.7	15%
TLTRO III	16-déc.-20	20-déc.-23	50.4	41.2	18%
TLTRO III	30-sept.-20	27-sept.-23	174.5	66.7	62%

MRO = Main Refinancing Operations, LTRO = Long Term Refinancing Operations, OT = other type of operation

Sources : BCE, Ostrum AM

Comme nous l'avons vu, l'excès de liquidité agrégé au sein de l'Eurosystème est bien supérieur au montant à rembourser. Néanmoins, il existe d'importantes disparités entre les pays, comme le montre le graphique suivant. L'excès de liquidité est approximé par le compte courant et la facilité de dépôt. En Italie, ce dernier est moins important que les LTRO restant à rembourser, et ceci à hauteur de 5,7 Mds d'euros en mai 2023. L'échéance du mois de juin n'a pas posé de problème, étant donné que l'excédent était supérieur aux 130 Mds d'euros à rembourser. Ce ne sera plus le cas pour les prochaines échéances.



## • La revue des marchés

# Rebond des matières premières

### Les taux remontent en fin de semaine avant les Banques centrales sur fond de rebond des matières premières.

Le silence observé par les membres de la Fed en amont du FOMC du 27 juillet est l'occasion de réajuster les portefeuilles pour de nombreux intervenants. Les rachats de positions vendeuses de T-notes après la publication de l'IPC s'estompe sur fond de bonnes données économiques. En zone euro, le Bund s'apprécie un temps à la lecture de l'inflation britannique et les propos surprenants de Klaas Knot et Joachim Nagel, deux faucons de la BCE, qui déclarent que la hausse de septembre reste dépendante des données publiées. Cela bénéficie aux spreads souverains qui s'inscrivent en resserrement d'autant que l'Italie a trouvé un accord avec Bruxelles pour le déblocage d'une tranche d'aide de 18,5 Mds €. Le crédit se resserre légèrement grâce aux financières, foncières incluses. Le high yield reste bien orienté comme la dette externe émergente dont le spread s'établit sous 420 pb. Les actions terminent la semaine en ordre dispersé. La refonte de l'indice du Nasdaq, qui réduit le poids des plus grandes valeurs à partir du lundi 24 août, implique des mouvements chiffrés à 60 Mds \$ en pleine période de publication. Sur le marché des changes, le dollar rebondit face au yen qui subit de nouveau la communication sibylline de la BoJ. La devise nipponne repasse au-delà de 141 contre le billet vert. La PBoC semble plus encline à défendre le Renminbi. L'euro et le sterling refluent après l'IPC de juin.

Sur le plan conjoncturel, les publications américaines demeurent conformes à la résilience observée au premier semestre. Les ventes au détail ont progressé en juin de 0,2% après une hausse mensuelle de 0,5% le mois précédent. La production industrielle s'est repliée depuis mai en revanche mais s'affiche tout de même en hausse de 1,5% (annualisé) au deuxième trimestre. Si l'enquête PhillyFed reste médiocre en juillet, le rebond de la composante des prix reçus, au plus haut depuis janvier, est à surveiller. La confiance des promoteurs s'améliore encore. Le manque de stocks disponibles réduit les reventes de maisons à 4,13 mn en juin et pousse les prix vers les sommets précédents (médiane des transactions à 410k \$). Les mises en chantier restent probablement insuffisantes pour desserrer durablement la contrainte d'offre. En zone euro, l'estimation finale de l'IPCH se situe à 5,5 % après l'arrondi haussier apporté à l'indicateur sous-jacent (5,5 %). L'inflation britannique ressort légèrement inférieure aux attentes à 7,9 % grâce à une baisse de 0,2 pp de l'inflation sous-jacente. L'indice RPI, qui s'applique aux emprunts indexés, affiche une inflation à 10,7 %. Les ventes au détail

ont rebondi en juin (+0,7 %) malgré la rechute de la confiance des ménages et les tensions renouvelées sur les loyers londoniens, en conséquence du renchérissement du crédit hypothécaire.

Les mouvements d'allocation d'actifs restent significatifs. Les investisseurs privilégient les fonds monétaires et obligataires. Les flux vers les Treasuries ou le crédit IG ralentissent. Sur le plan mondial, les actions enregistrent des retraits de l'ordre de 2 Mds \$, qui épargnent toutefois le Japon et la technologie et l'énergie aux Etats-Unis.

Sur les marchés de taux, les comptes spéculatifs, massivement vendeurs de contrats, avaient commencé à alléger leur position avant l'IPC de juin. Cette tendance s'est poursuivie jusqu'à 3,73 % sur le 10 ans la semaine passée avant que les publications n'enclenchent un retour vers 3,85 %. Christopher Waller laissait pourtant entendre que la hausse de juillet pourrait s'avérer suffisante, renforçant ainsi l'inversion de la courbe proche de -100 pb sur son segment 2-10 ans. La hausse du pétrole et des denrées alimentaires après la décision de la Russie de mettre fin à l'accord d'exportations de blé via la mer Noire a contribué à une hausse des points morts. Le swap d'inflation américaine à 10 ans prend 9 pb à 2,61 %. En zone euro, le rendement du Bund se tend malgré une forte réaction initiale à l'IPC britannique et aux propos de Nagel et Knot. Le 10 ans allemand remonte vers 2,50 %, ce qui contribue à un resserrement généralisé des spreads souverains. L'Italie trouve un accord avec Bruxelles pour le versement de 18,5 Mds € au titre du plan de relance européen, une bonne nouvelle pour un gouvernement confronté à une dérive importante des comptes publics cette année. Le déficit de caisse de l'état atteint 95 Mds € au premier semestre. Le spread du BTP italien à 10 ans revient vers 160 pb et entraîne les primes portugaise (-3 pb), espagnole (-3 pb) et grecque dans son sillage (-12 pb).

Les spreads de crédit européen sont également bien orientés avec un resserrement d'1 pb sur la semaine, et de 3 pb pour le secteur financier. Le marché primaire est à l'arrêt en juillet avec les publications et la plus faible volumétrie de l'été. Les ETFs concentrent l'essentiel de la demande de crédit IG. Le high yield européen demeure bien orienté (-7 pb) malgré des rachats réguliers sur les fonds.

La saison des résultats a débuté aux Etats-Unis. Les 81 premières publications battent le consensus de BpA de 6% en moyenne malgré des chiffres d'affaires moins dynamiques voire en net repli pour les ressources de base ou l'énergie. Quelques grandes valeurs déçoivent, ce qui amplifie les rotations sectorielles. La baisse du dollar a probablement favorisé les entreprises américaines.

**Axel Botte**

## ● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	24-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	3.03%	-16	-8	+27
EUR Bunds 10a	2.41%	-7	+6	-16
EUR Bunds 2s10s	-62.4bp	+9	+13	-42
USD Treasuries 2a	4.84%	+10	+10	+41
USD Treasuries 10a	3.82%	+1	+8	-6
USD Treasuries 2s10s	-102.4bp	-8	-1	-47
GBP Gilt 10a	4.2%	-24	-12	+52
JPY JGB 10a	0.46%	-2	-7	-23
EUR Spreads Souverains (10a)	24-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	53bp	+0	-1	-1
Italie	162bp	-6	-6	-52
Espagne	103bp	0	+4	-6
Inflation Points-morts (10a)	24-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.47%	+2	-7	-7
USD 10a Inflation Swap	2.59%	+5	+6	+7
GBP 10y Inflation Swap	3.84%	+3	-6	-7
EUR Indices Crédit	24-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	151bp	+0	-10	-16
EUR Agences OAS	76bp	+1	+0	-3
EUR Obligations sécurisées OAS	87bp	+1	+0	+3
EUR High Yield Pan-européen OAS	450bp	+7	-6	-62
EUR/USD Indices CDS 5a	24-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	70bp	-2	-9	-21
iTraxx Crossover	392bp	-2	-31	-82
CDX IG	65bp	-1	-8	-17
CDX High Yield	419bp	-5	-47	-64
Marchés émergents	24-juil.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	417bp	-1	-31	-36
Devises	24-juil.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.109	-1.344	1.641	3.5
GBP/USD	\$1.283	-1.851	0.928	6.2
USD/JPY	JPY 141	-1.868	1.528	-7.2
Matières Premières	24-juil.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$81.5	\$3.0	\$7.5	-1.9
Or	\$1 965.0	\$9.9	\$41.7	7.7
Indices Actions	24-juil.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 536	0.69	4.32	18.1
EuroStoxx 50	4 381	0.56	2.57	15.5
CAC 40	7 418	1.73	3.55	14.6
Nikkei 225	32 701	0.96	-0.25	25.3
Shanghai Composite	3 164	-1.42	-1.06	2.4
VIX - Volatilité implicite	14.19	5.27	5.58	-34.5

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 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](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 ...24/07/2023

### 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)