

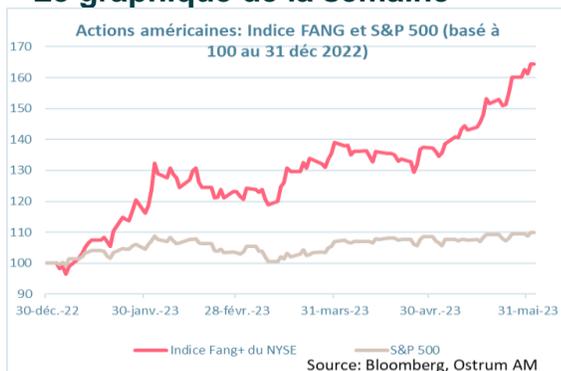
● Le thème de la semaine : Vers un retour rapide de la dette grecque en catégorie investissement de qualité

- Le Premier ministre a de grandes chances d'obtenir la majorité absolue au second tour des élections législatives du 25 juin ;
- Il continuera ainsi les réformes et les investissements nécessaires pour bénéficier des fonds de Next Generation EU ;
- La croissance soutenue, la prudence fiscale et la maturité très longue de la dette souveraine augurent la poursuite de la baisse du ratio dette publique sur PIB ;
- Cela laisse présager un retour rapide de la dette grecque en catégorie investissement de qualité. Les investisseurs ont commencé à se positionner en ce sens. Moody's se prononcera le 9 juin.

● La revue des marchés : Accalmie sur les marchés

- La désinflation s'accélère en Europe ;
- Solides créations d'emplois aux Etats-Unis ;
- Le T-note revient vers 3,60% avant la remontée de vendredi ;
- Fin de semaine en hausse sur les actions avec un VIX sous 15%.

● Le graphique de la semaine



Le marché américain des actions reste tiré par la thématique de l'intelligence artificielle.

L'indice FANG, qui regroupe 10 valeurs phares du secteur, progresse de 64% depuis le début de l'année. L'indice large S&P 500 gagne près de 10% grâce à la contribution de ces valeurs alors qu'en réalité l'essentiel de la cote n'affiche aucune plus-value cette année.

La concentration de la performance boursière sur quelques titres risque d'engendrer des flux vendeurs d'actions en cas de déception sur la technologie américaine.

● Le chiffre de la semaine

1.7

Source : AIE

Pour chaque dollar investi dans les combustibles fossiles, 1,70 \$ va maintenant aux technologies énergétiques propres. Il y a cinq ans, ce ratio était de 1:1.



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**

Vers un retour rapide de la dette grecque en catégorie investissement de qualité

Le premier ministre sortant a de grandes chances d'obtenir la majorité absolue lors du second tour des élections législatives. Cela présage la poursuite de la politique économique alliant croissance robuste, réformes structurelles et prudence fiscale : un triptyque favorable à la poursuite de la baisse rapide du ratio dette publique sur PIB et laissant augurer le retour prochain de la dette grecque en catégorie investissement de qualité.

Le Premier ministre devrait probablement remporter la majorité absolue

Lors des élections législatives du 21 mai, le parti centre droit de Kyriakos Mitsotakis, Premier Ministre sortant, a enregistré une large victoire et renforcé son score par rapport aux élections de 2019, défiant ainsi les sondages. Nouvelle Démocratie a remporté 40,8 % des voix, manquant de justesse la majorité absolue en obtenant 146 sièges sur les 300 que compte le Parlement. Le parti d'extrême gauche, Syriza, est arrivé loin derrière avec 20,1 % des suffrages, suivi par le parti socialiste PASOK : 11,5 %.

Le Premier ministre a exclu la formation d'un gouvernement de coalition. Un second tour aura donc lieu le 25 juin. Cette fois, le système de scrutin se tiendra sous la forme d'une proportionnelle majorée. Le parti arrivant en tête pourra obtenir un bonus pouvant aller jusqu'à 50 sièges selon les résultats. Compte tenu de sa large victoire au premier tour, Kyriakos Mitsotakis devrait probablement obtenir la majorité

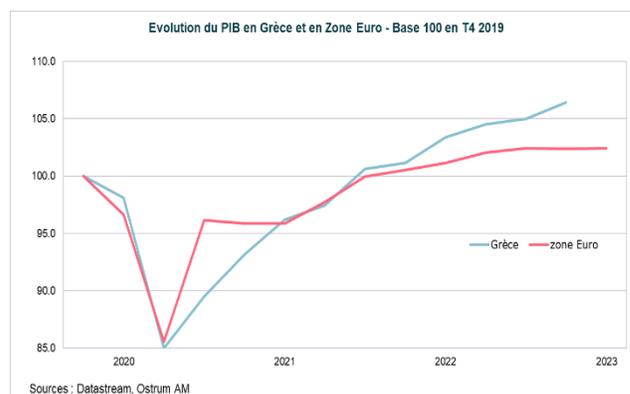
absolue.

Cela laisse ainsi présager la continuité de la politique économique mise en place depuis quatre ans avec la poursuite des réformes structurelles, la hausse des investissements et le maintien d'une politique fiscale prudente de nature à générer une nouvelle réduction de la dette publique. À l'issue du 1^{er} tour, l'agence de notation Moody's a ainsi déclaré que ces résultats constituaient un événement positif pour le crédit de la Grèce.

Une croissance robuste

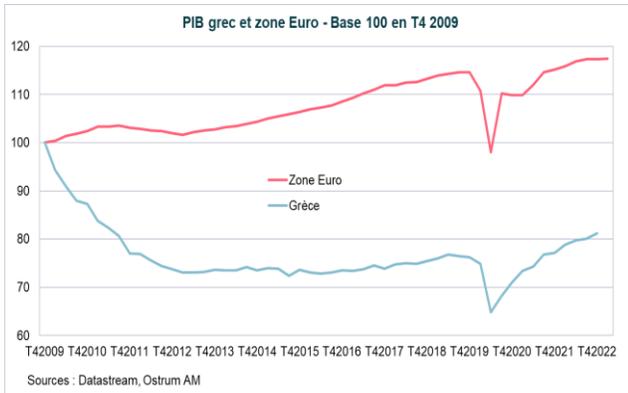
Une forte reprise post-Covid...

Les électeurs ont choisi la stabilité et plébiscité, notamment, la forte reprise de la croissance depuis la crise du Covid-19. Comme le montre le graphique suivant, si la Grèce et la zone euro ont connu une chute du PIB de la même ampleur au cours du 1^{er} semestre 2020 (- 15 % par rapport au quatrième trimestre 2019), suite au choc lié à la fermeture brutale des économies, la reprise se révèle plus forte et plus résiliente en Grèce. Cela résulte, en particulier, du net rebond du tourisme et de l'importance de ce secteur dans la croissance hellénique, ainsi que du dynamisme de l'investissement qui bénéficie d'un fort soutien de l'Union européenne. En 2022, la croissance grecque est restée soutenue (6,1 %), alors que celle de la zone euro a nettement ralenti (3,5 %). Elle a été tirée par la consommation, ainsi qu'un fort investissement. Au 4^e trimestre 2022, le PIB grec était ainsi supérieur de 6,4 % par rapport au niveau de fin 2019, contre 2,4 % pour la zone euro, au 1^{er} trimestre 2023.



... après un effondrement de la croissance en 2010-2012

Cette reprise doit être mise en regard de la forte contraction du PIB grec lors de la crise de la dette souveraine. Entre 2010 et 2012, le PIB s'est contracté de près de 30 % reflétant la politique d'austérité mise en place en retour des prêts accordés par l'Union européenne, la BCE et le FMI, afin d'éviter un défaut de paiement de la Grèce et le risque d'une sortie de la zone euro.



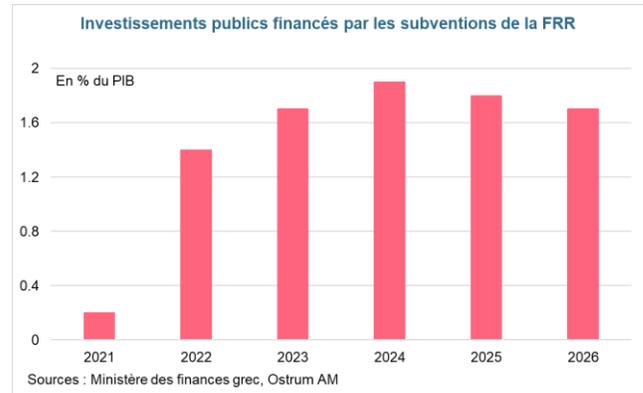
Cela a été suivi d'une longue période de stagnation. Aujourd'hui, le PIB reste encore près de 20 % inférieur au niveau qui prévalait avant l'éclatement de la crise de la dette souveraine.

La croissance devrait rester résiliente

L'acquis de croissance pour 2023 est de 1,5 % (croissance moyenne en supposant une stabilité du PIB sur l'ensemble de l'année), alors qu'en zone euro, il ressort à seulement 0,4 % à la fin du 1^{er} trimestre 2023. Le tourisme devrait continuer de soutenir la croissance, le marché de l'emploi rester bien orienté et l'investissement demeurer robuste. La commission européenne anticipe une croissance de 2,4 % en 2023 et 1,9 % en 2024.

Investissement dynamique lié à Next Generation EU

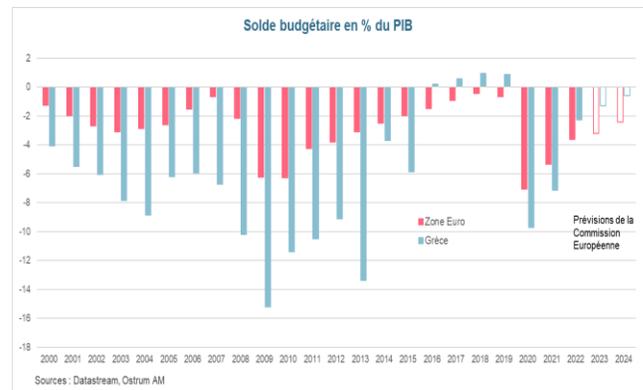
La Grèce a été l'un des rares pays, avec l'Italie, à avoir sollicité auprès de l'Union européenne la totalité de l'enveloppe de prêts dans le cadre de Next Generation EU, en plus des subventions. Au total, la Grèce a demandé 30,5 milliards d'euros dans le cadre de la Facilité pour la Reprise et la Résilience (FRR), ce qui représente 18 % du PIB de 2020. C'est colossal. Le versement est conditionné à la mise en œuvre de réformes structurelles et d'investissements pour verdir l'économie et développer le numérique. La mise en œuvre du plan, centré dans un premier temps sur les réformes, s'oriente désormais davantage vers les investissements. Le programme de stabilité présenté par le gouvernement en avril table sur une hausse significative de la part des investissements publics financés par les subventions à 1,7 % et 1,9 % du PIB en 2023 et 2024.



Nette amélioration des finances publiques

Retour en surplus primaire dès 2022

Suite à la période de forte austérité consécutive à la crise de la dette souveraine, les finances publiques se sont significativement améliorées. La Grèce a enregistré un excédent budgétaire entre 2016 et 2019, contrairement à la zone euro, après avoir enregistré un déficit d'un peu plus de 13 % du PIB en 2013.



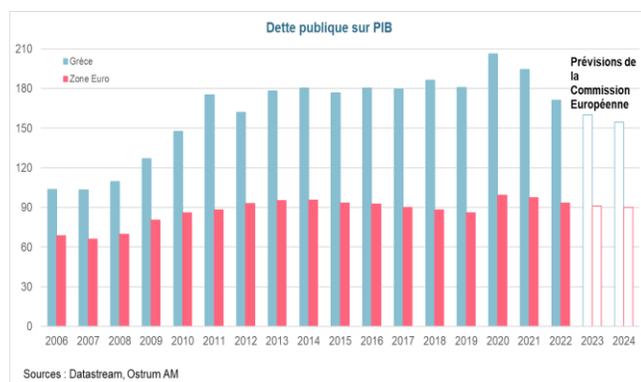
Ensuite, comme dans le reste de la zone, la crise du Covid-19 s'est traduite par une forte détérioration des déficits publics. Les recettes ont baissé du fait de la forte contraction du PIB, alors que dans le même temps les gouvernements ont pris des mesures de relance massives. La Grèce a été l'un des pays les plus touchés, en raison de l'importance du tourisme. Pour autant, c'est celui qui enregistre la plus forte amélioration des finances publiques post-Covid, du fait de sa forte reprise, de la hausse des recettes liées à l'inflation et de la maîtrise des dépenses. Le déficit est passé de près de 10 % du PIB en 2020 pour revenir vers 2 % en 2022. Cela est à comparer à un déficit de 7,1 % du PIB en zone euro en 2020 et d'encre 3,6 % en 2022. La Grèce a ainsi été l'une des rares économies de la zone à enregistrer un léger

surplus primaire (0,2 % du PIB en 2022). Ce dernier correspond au déficit public hors charge d'intérêt sur la dette.

Le Premier ministre a présenté en avril son programme de stabilité continuant d'anticiper une amélioration des finances publiques. Les dernières prévisions de la CE se basent sur celui-ci. En 2023, le déficit devrait continuer de baisser en raison de l'arrêt total des mesures post-Covid et de la réduction du soutien aux ménages et aux entreprises, face à la hausse des prix de l'énergie. La progression des dépenses restera dans le même temps limitée. La Commission européenne attend un déficit de 1,3 % du PIB en 2023 et de 0,6 % en 2024. L'excédent primaire devrait ainsi significativement s'améliorer. Il est attendu à 2,3 % du PIB en 2024 par la CE. Le gouvernement l'attend à 2,5 % en 2026.

Rapide baisse du ratio dette publique sur PIB

La croissance nominale élevée et la nette amélioration du déficit se sont traduits par une rapide réduction du ratio dette publique sur PIB post-Covid. Il reste le plus élevé des pays de la zone euro, à un peu plus de 170 % du PIB en 2022, contre 93 % pour la zone euro, mais il enregistre la plus forte réduction par rapport à 2020 : - 35 points de pourcentage, contre - 11 pp pour l'Italie et - 6 pp pour la zone euro. Le maintien d'une croissance dynamique et la prudence fiscale du gouvernement devraient permettre une nouvelle nette réduction de la dette publique à 154,4 % du PIB en 2024, selon la CE, soit un peu plus de 50 pp de baisse par rapport à 2020 !



Maturité très élevée de la dette publique

La Grèce est moins exposée que de nombreux pays de la zone euro à la hausse des taux d'intérêt, du fait de la maturité moyenne très élevée de sa dette publique. Selon l'agence de gestion de la dette publique, la maturité moyenne est de 17,5 années au 31 mars 2023. Cela résulte des différents programmes européens (EFSF, ESM, EIB, SURE, NGEU) dont les prêts ont été accordés sur une très

longue période. La dette est ainsi protégée de la hausse récente des taux d'intérêt, l'impact ne se faisant ressentir que très graduellement.

La dette publique est en effet constituée essentiellement de prêts de la part de l'UE, au premier plan desquels figurent ceux de l'EFSF (32 %), suivi de l'ESM (14,9 %). Les obligations ne représentent que 20 % de la dette grecque au 31 mars 2023.

Bientôt le retour en catégorie IG

Retour en IG probable fin 2023

Les importants efforts réalisés par la Grèce pour assainir ses finances publiques se sont traduits par un relèvement quasi continu de la notation de sa dette souveraine depuis 2016, après avoir frôlé le défaut entre 2011 et 2013. La Grèce n'est plus qu'à un cran de la catégorie investissement de qualité (BBB-) selon S&P et Fitch, avec une note de BB+. Elle est encore notée 3 crans en dessous de la catégorie IG par Moody's, à Ba3 avec perspective positive. Comme nous l'avons vu, les résultats du 1^{er} tour des élections devraient l'amener à relever sa note, probablement le 15 septembre, à Ba2 et se rapprocher de la catégorie IG (Baa3 pour Moody's).

Le 9 juin, Fitch se prononcera. La perspective devrait probablement passer de stable à positive, compte tenu des résultats du 1^{er} tour et du plan de stabilité présenté par le gouvernement en avril. Cela ouvrira la voie à un passage en IG probablement dès le 1^{er} décembre. S&P se prononcera le 20 octobre. La perspective étant positive, l'agence pourrait être la 1^{re} à passer la dette grecque en catégorie IG.

	Note	Perspective	Date de la prochaine revue	
Fitch	BB+	Stable	09-juin	01-déc
Moody's	Ba3	Positive	15-sept	
S&P	BB+	Positive	20-oct	

Sources : S&P, Fitch, Moody's, Ostrum AM

Les investisseurs se positionnent

Les investisseurs ont commencé à se positionner pour un retour rapide de la Grèce en catégorie IG. Cela s'est traduit par un net resserrement du spread de la Grèce (écart de taux entre le 10 ans grec et le 10 ans allemand) reflétant une réduction du risque. Le mouvement s'est intensifié, suite aux résultats des élections législatives laissant présager une majorité absolue pour le Premier ministre sortant. Le spread est à 140 pb, bien en dessous de celui de l'Italie (180 pb), alors que la dette souveraine italienne est en catégorie IG (notée BBB).



Il existe, selon nous, un potentiel supplémentaire de réduction du spread. En effet, le retour de la dette grecque en catégorie IG par au moins deux des trois agences de notation (Fitch, S&P et Moody's) va permettre à la Grèce d'être incluse dans les indices IG de Barclays Bloomberg. Cela va élargir la base d'investisseurs potentiels et se traduire par un repositionnement de ceux qui ne pouvaient plus investir sur la dette grecque depuis la crise de la dette souveraine, au premier rang desquels figurent les assureurs.

Conclusion

La dette grecque devrait probablement retourner dans les indices IG d'ici la fin de l'année, en raison d'une croissance robuste, de la baisse rapide du ratio dette publique sur PIB et d'une structure très favorable de la dette. Les investisseurs ont commencé à se positionner en ce sens. Il existe un potentiel de resserrement supplémentaire du spread avec le retour de certaines catégories d'investisseurs, notamment les assureurs. En outre, la Grèce a réalisé des progrès significatifs sur le plan environnemental, sociétal et surtout de gouvernance, au cours des cinq dernières années. Cela constitue un élément clé pour les investisseurs.

Aline Goupil-Raguénès

● La revue des marchés

Accalmie sur les marchés

Les tensions sur les taux se dissipent grâce à la désinflation accélérée en Europe. Le sentiment s'améliore sur les actions avec le repli du dollar.

Les marchés de taux ont connu une semaine d'accalmie portée par la désinflation en zone euro et les commentaires de banquiers centraux américains laissant entrevoir une pause dans le cycle monétaire en juin. Le Bund replonge ainsi sous 2,30 %. Le T-note à 10 ans revient parallèlement autour de 3,60 % avant d'intégrer les bonnes nouvelles sur le front de l'emploi aux Etats-Unis en fin de semaine (3,69% en clôture vendredi). Le rebond des indices boursiers américains est un faux-semblant tant la contribution des grandes valeurs de technologie reste prédominante. Les retournements de tendance en cours de séance sont parfois violents et probablement liés à l'usage de stratégies optionnelles d'échéances journalières. Les actions européennes continuent de subir des prises de profit. En revanche, les spreads sont sans tendance. Le crédit bénéficie de la visibilité sur les prochaines décisions de politique monétaire. Le high yield européen rend cependant une partie des gains engrangés précédemment. Le dollar reste le baromètre de l'aversion pour le risque. Sa baisse en fin de semaine est le pendant du fort rebond mené par le Nasdaq. L'euro remonte au-delà d'1,07 \$.

La capacité de l'économie américaine à créer des emplois continue de surprendre. Le nombre de postes à pourvoir s'est redressé au-delà de 10 millions en avril, soit près de deux fois le total des travailleurs disponibles. En mai, les créations d'emplois atteignent 339k et les données d'avril ont été revues à la hausse (294k). Les annonces de plans de licenciements ont certes augmenté (80k le mois dernier) et le chômage remonte vers 3,7%. En outre, l'ISM manufacturier (46,9) s'affiche sous 50 pour le 7^{ème} mois consécutif et les nouvelles commandes n'augurent pas d'un rebond de la production. Dans ce contexte, la croissance alimentée par la demande des ménages risque de dégrader le solde extérieur. Nous projetons une croissance d'1,6 % en rythme annualisé au deuxième trimestre. En zone euro, la désinflation est plus rapide qu'attendu. Les prix surprennent à la baisse en France, en Allemagne ou encore en Espagne. L'inflation totale décélère à 6,1 % en mai. Hors éléments volatils, on observe une amélioration de 0,2 pp à 5,3 % qui fait écho à l'inflexion des prix des services en Allemagne (4,5 %). Les négociations salariales ont abouti à une hausse des rémunérations de 4,3 % au 1^{er} trimestre, ce qui limitera la désinflation. En Chine, l'éclaircie sur le PMI manufacturier reste anecdotique (50,9 sur l'indicateur Caixin) compte tenu de la faiblesse de l'activité industrielle observée entre janvier et avril.

Les marchés de taux ont effacé en partie les tensions des semaines précédentes. La pause de la Fed, probable en juin, rassure les intervenants sur les taux à long terme. Le rendement du T-note replonge vers 3,60 % après le point haut du 26 mai à 3,84 %. La pause se justifie par la nécessité de prendre du recul vis-à-vis des publications mais l'emploi ou la révision haussière du déflateur laisse entrevoir un risque de hausse supplémentaire en juillet. Les flux vers le monétaire restent prédominants d'autant que la contrainte du plafond de la dette est suspendue pour deux ans. En Europe, la BCE s'approche de la fin de son cycle de hausse de taux sachant que le resserrement monétaire passera davantage par les politiques quantitatives au second semestre. La désinflation de mai réduit le risque d'une politique trop restrictive. Le Bund replonge sous 2,30 % avec à la fois une baisse des points morts (-14 pb) et des rendements réels (-8 pb). Les stratégies de portage sont toujours favorisées par la baisse de la volatilité. Ainsi, les spreads souverains terminent la semaine sur une note favorable. L'OAT est restée suspendue à la décision de S&P mais a participé néanmoins au mouvement de resserrement (-2 pb). Les intervenants continuent d'ignorer le dérapage budgétaire italien (179 pb contre Bund).

Le marché du crédit en euro reste stable, la séance de vendredi semblant effacer le léger écartement du début de semaine. Le spread de l'IG en euro se traite à 171 pb. Les obligations sécurisées profitent d'une légère détente des swap spreads dont le niveau historiquement élevé continue d'interroger. Le swap spread à 2 ans s'échange juste en dessous de 80 pb. En revanche, les allocations vers les fonds de crédit sont marginalement favorables. Du côté du primaire, le total d'émissions atteint 119 Mds € en mai répartis de façon équivalente entre financières et non-financières. Le marché du high yield est confronté à des prises de profits et des sorties de fonds. Le faible taux de défaut reste un soutien majeur pour la classe d'actifs qui offre une prime de près de 500 pb contre Bund.

Sur le marché des actions, la surperformance des valeurs de technologie aux Etats-Unis se nourrit de flux acheteurs inédits sur la thématique de l'intelligence artificielle. Cette dynamique de bulle sectorielle porte la surperformance du Nasdaq 100 par rapport au Russell 2000 vers de nouveaux sommets. De manière générale, la faiblesse de la volatilité implicite est le reflet d'un sentiment haussier sur les marchés américains. En Europe, les flux se sont inversés depuis trois mois après un mouvement de réallocation vers l'Europe en début d'année. Les indices majeurs se replient, perdant un peu moins d'1 %.

Les flux favorables au dollar avant la clôture mensuelle sont débouclés en fin de semaine à mesure que le sentiment des investisseurs s'améliore. L'euro repasse au-dessus de 1,07\$. La faiblesse du yen perdure compte tenu d'une visibilité réduite sur les prochaines décisions de la BoJ.

Axel Botte

• Marchés financiers

Emprunts d'Etats	5-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	2.87%	-2	+29	+10
EUR Bunds 10a	2.37%	-6	+8	-20
EUR Bunds 2s10s	-49.4bp	-4	-21	-29
USD Treasuries 2a	4.53%	-3	+62	+11
USD Treasuries 10a	3.74%	-6	+30	-14
USD Treasuries 2s10s	-80.2bp	-4	-32	-24
GBP Gilt 10a	4.21%	-12	+43	+54
JPY JGB 10a	0.43%	-1	-2	-12
EUR Spreads Souverains (10a)	5-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	55bp	-2	-2	+0
Italie	177bp	-7	-3	-37
Espagne	100bp	-6	-5	-9
Inflation Points-morts (10a)	5-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.49%	-5	+11	-6
USD 10a Inflation Swap	2.48%	-4	-2	-6
GBP 10y Inflation Swap	3.71%	-8	+3	-18
EUR Indices Crédit	5-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	169bp	+1	+5	+2
EUR Agences OAS	80bp	-1	-2	+1
EUR Obligations sécurisées OAS	89bp	-2	-3	+5
EUR High Yield Pan-européen OAS	485bp	+5	-21	-27
EUR/USD Indices CDS 5a	5-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	77bp	-3	-10	-13
iTraxx Crossover	413bp	-14	-40	-61
CDX IG	71bp	-4	-10	-11
CDX High Yield	451bp	-24	-46	-33
Marchés émergents	5-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	464bp	-14	-26	+12
Devises	5-juin-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.070	-0.149	-2.922	-0.1
GBP/USD	\$1.240	0.332	-1.860	2.6
USD/JPY	JPY 140	0.071	-3.886	-6.5
Matières Premières	5-juin-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$77.6	\$0.5	\$2.5	-7.2
Or	\$1 944.8	\$1.2	-\$72.0	6.6
Indices Actions	5-juin-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 282	3.16	3.53	11.5
EuroStoxx 50	4 322	0.05	-0.42	13.9
CAC 40	7 262	-0.57	-2.30	12.2
Nikkei 225	32 217	3.15	10.49	23.5
Shanghai Composite	3 232	0.34	-3.06	4.6
VIX - Volatilité implicite	15.20	-15.32	-11.58	-29.9

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 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 ...05/06/2023

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