

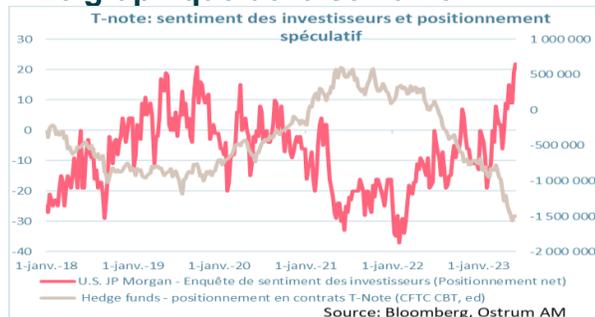
## ● Le thème de la semaine : Banques américaines : bilan de santé 2 mois après SVB

- La fuite des dépôts a touché les petites banques en mars puis les grandes lorsque les épargnants ont réalloué leurs liquidités sur les fonds monétaires ;
- Les sorties de dépôts ont ralenti mais le total des dépôts bancaires est en baisse de 5% en 2023 ;
- Les investisseurs craignent que le rationnement du crédit provoque une récession. Les données de crédit hebdomadaires sont rassurantes ;
- Les banques utilisent des mécanismes de dépôts réciproques pour augmenter la part des dépôts assurés par le FDIC ;
- Les fonds monétaires ont pu attirer les flux en proposant de meilleurs rendements grâce notamment à leur accès à la facilité de reverse repo de la Fed ;
- La Fed pourrait modifier les paramètres du RRP pour réduire les risques de panique bancaire et flécher les investissements des fonds monétaires vers les bills.

## ● La revue des marchés : Fed : un moment pour réfléchir

- Fed : taux inchangés mais biais restrictif ;
- Zone euro : récession technique entre T4 et T1 ;
- Les actifs risqués résistent au rebond des taux longs ;
- Le crédit et le high yield profitent du niveau bas de la volatilité actions.

## ● Le graphique de la semaine



Le positionnement sur le marché des Treasuries est difficile à lire. Les enquêtes de sentiment décrivent un positionnement des investisseurs nettement acheteur (au plus haut depuis 2019) qui constitue un signal baissier sur le marché.

A l'inverse, les hedge funds ont des positions vendeuses nettes sans précédent. Les comptes spéculatifs parient ainsi sur une remontée des taux longs. Ces expositions peuvent aussi représenter des couvertures de crédit ou des stratégies jouant le rétrécissement des bases entre titres et dérivés par exemple.

## ● Le chiffre de la semaine

# 23,5

Source : Ostrum

C'est le taux de change abyssal de la Livre turque pour un dollar américain vendredi. La dépréciation s'accroît depuis les résultats des Présidentielles.



**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**

## Banques américaines : bilan de santé 2 mois après SVB

Les turbulences financières depuis mars se sont soldées par trois faillites bancaires significatives. Les prévisions de croissance aux Etats-Unis ont été rabotées compte tenu des risques de rationnement du crédit. La fuite des dépôts a concerné en premier lieu les banques régionales, mais s'est ensuite étendue aux grandes banques. Cette épargne a été redirigée vers les fonds monétaires. Les banques ont réagi en utilisant des mécanismes pour étendre l'assurance des dépôts et ainsi rassurer leurs clients. La Fed est intervenue rapidement pour endiguer la crise, mais sa facilité de prise en pension (reverse repo) pourrait aussi avoir accentué la crise.

## Une crise d'arbitrage des dépôts bancaires

Les banques régionales font la une des journaux depuis mars. Trois grandes institutions financières ont fait faillite et quelques autres vacillent. La Silicon Valley Bank (SVB), la Signature Bank (SB) et, plus récemment, la First Republic (FRC) ont succombé à des sorties de dépôts dépassant de loin leur capacité à lever des liquidités à court terme, soit par la vente d'actifs, soit par des emprunts auprès des facilités d'urgence de la Fed.

Les banques sont des institutions fragiles par nature. La confiance des clients est sans aucun doute leur actif le plus précieux. La panique bancaire s'est manifestée par des sorties rapides des dépôts redirigés vers les grandes banques perçues comme moins risquées ou vers les fonds monétaires offrant une meilleure rentabilité. Il convient de noter que la qualité du crédit n'est pas le déclencheur de la crise bancaire : les taux de défaut sont faibles dans l'ensemble des secteurs de l'économie.

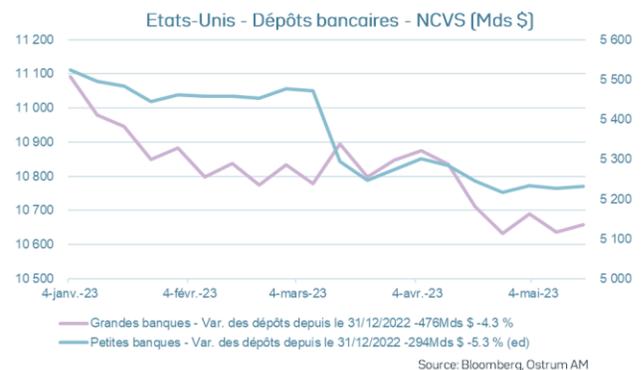
Par conséquent, cette crise soulève de nombreuses questions quant à l'évolution de la réglementation bancaire, l'évaluation des risques de fuite des dépôts et le coût

implicite des mécanismes d'assurance des dépôts. Mais nous laisserons ces questions importantes de côté pour nous concentrer sur la situation, encore mouvante, du secteur bancaire américain.

Le contexte financier pourrait être propice à de nouvelles tensions bancaires. Le plafond de la dette a été suspendu et le Trésor américain devra lever des fonds pour reconstituer un matelas de liquidités. L'émission de bons du Trésor devrait s'élever entre 600 et 700 milliards de dollars dans les semaines à venir. Par ailleurs, la Fed n'a peut-être pas terminé son cycle de hausses des taux d'intérêt, l'inflation sous-jacente restant élevée. Les besoins de financement significatifs et les taux élevés pourraient peser encore sur les bilans bancaires et réduire leur capacité de prêts. Les fonds monétaires américains devraient continuer à attirer des flux au détriment des dépôts bancaires.

### Fuite des dépôts pour les petites comme les grandes banques

Les dépôts dans les petites banques ont chuté soudainement en mars. Dans le cas de SVB, la panique bancaire a été particulièrement violente puisque 42 milliards de dollars se sont évaporés le dernier jour de ses 40 ans d'existence. Les retraits rapides au travers des applications mobiles et le caractère consanguin de sa base de clients ont amplifié la panique. Il y avait probablement d'autres catalyseurs pour cette crise, mais la rapidité des événements ayant abouti à la faillite est stupéfiante. Lorsque Washington Mutual s'est effondré en 2008, la fuite de dépôts a totalisé 18 milliards de dollars sur une période de 10 jours. En conséquence, les investisseurs ont porté une attention particulière aux données hebdomadaires d'encours de dépôts bancaires publiées par la Fed. La Réserve fédérale classe les banques en deux sous-groupes : les grandes et les petites institutions. A l'échelle américaine, les « petites » banques peuvent compter plusieurs dizaines de milliards de dollars d'actifs.



Les dépôts bancaires ont diminué de 5 % environ depuis le début de l'année. En mars, les dépôts ont fui les petites banques, notamment les établissements régionaux. La contraction des dépôts dans ces banques coïncide avec la

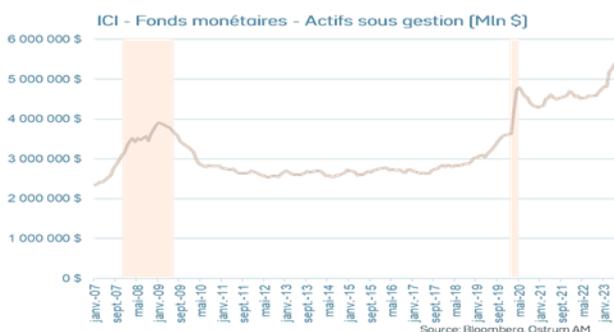
MyStratWeekly – 12/06/23 - 2

disparition de SVB le 9 mars. Initialement, les dépôts auprès des grandes banques sont restés stables ou ont même légèrement augmenté, les déposants se tournant vers de plus grandes institutions pour leur plus grande sécurité. À partir de mi-avril, cependant, les grandes banques ont subi des sorties. Depuis le début de l'année, les dépôts ont diminué de 290 milliards de dollars dans les petites banques (ou -5,3 % depuis le début de l'année) et de 450 milliards de dollars dans les grandes banques (-4,1 %).

Les banques perdent ces dépôts principalement au profit des fonds monétaires (*money market funds* ou MMF). Les dépôts et les parts de MMF ne sont pas des substituts parfaits. Les dépôts font l'objet d'une garantie de la FDIC et donnent accès aux services bancaires (comptes chèques...). Cela étant, les MMF offrent aussi une liquidité quotidienne. Les deux supports peuvent d'ailleurs être sujets à des crises de liquidité, comme lors de la crise des fonds monétaires à l'été 2007.

A mesure que la Fed resserrait la politique monétaire, les taux des bons du Trésor ont grimpé. Les fonds monétaires sont donc devenus plus rémunérateurs pour les épargnants que les dépôts, les banques ne répercutant qu'une partie des hausses de taux (pour protéger leurs marges d'intérêt). Cependant, si l'excédent de liquidités diminue ou si les épargnants arbitrent pour maximiser le rendement, les banques devront lever des liquidités sur le marché monétaire ou relever la rémunération des dépôts. La part croissante des dépôts à terme dans les bilans bancaires suggère que les banques ont effectivement augmenté les taux offerts afin de stabiliser leurs ressources.

Comme on peut le voir sur le graphique suivant, les fonds monétaires ont attiré l'épargne des clients des banques. La collecte des fonds monétaires a toujours tendance à augmenter en période de récession, car les investisseurs vendent des actifs sensibles à la croissance pour réduire leurs expositions risquées.



Dans la crise actuelle, les épargnants ont placé leurs avoirs en MMF dans une logique d'arbitrage face aux dépôts bancaires. Selon les données d'ICI, les actifs sous gestion des MMF ont augmenté de 287 milliards de dollars depuis le

22 mars 2023, soit environ 5% des actifs sous gestion. Sur ces 282 milliards de dollars, les mouvements des comptes institutionnels représentent 179 milliards de dollars tandis que les ménages ont replacé 108 milliards de dollars depuis le pic de la crise.

### Les mécanismes de dépôts réciproques pour étendre la couverture d'assurance du FDIC

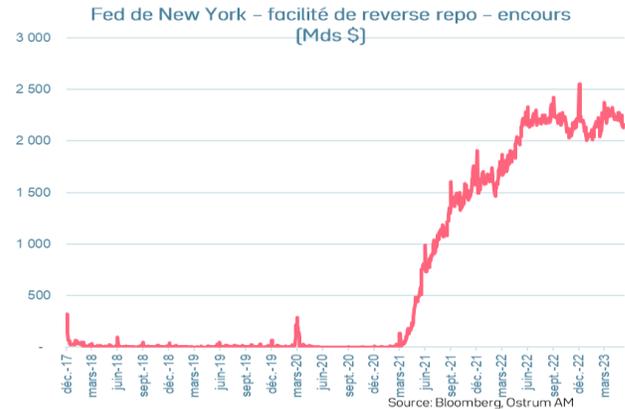
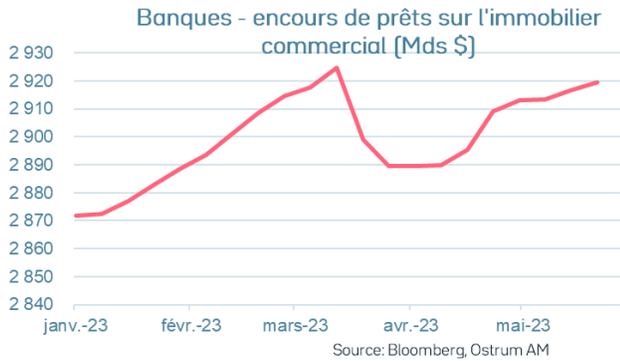
Une leçon doit être tirée de l'effondrement de SVB : les déposants, particuliers ou institutionnels, doivent avoir conscience qu'une partie de leurs avoirs échappe à l'assurance des dépôts. Ce besoin de sécurité doit être pris en compte par les banques. Les banques ont donc développé des stratégies pour étendre la garantie des dépôts et rassurer leurs clients.

L'extension de l'assurance implique le recours à des mécanismes de dépôts réciproques, qui acheminent une partie des liquidités des clients vers d'autres institutions de dépôt, en maintenant le montant total de chaque compte inférieur au plafond de 250 000 \$ assuré par le FDIC. Dans ce mécanisme, les banques inscrivent les clients dans des réseaux de dépôt réciproques. Le plus grand de ces réseaux est géré par IntraFi, propriété des géants du capital-investissement Blackstone et Warburg Pincus, et relie environ 3 000 banques. Les montants déposés sur ces comptes réciproques ont atteint un nouveau record de 221 milliards de dollars à la fin du premier trimestre, contre 158 milliards de dollars à la fin de 2022. La part des dépôts couverts par la FDIC est désormais la plus élevée depuis plus de 10 ans, à 56 %. À première vue, les dépôts réciproques devraient contribuer à la stabilité financière en réduisant le risque de panique, mais il s'agit aussi d'une forme d'habillage de bilan, certes légal, diffusant les risques opérationnels dans le système bancaire.

### Impact sur les prêts des tensions sur les passifs-dépôts

La baisse des dépôts dans les banques régionales soulève la question de leur capacité de prêts. L'enquête trimestrielle de la Fed sur les conditions de crédit bancaire indique de fait un resserrement généralisé des conditions d'octroi de crédit bancaire.

Les banques régionales jouent un rôle clé dans le financement de l'immobilier commercial (*commercial real estate* ou CRE). A la suite de la faillite de SVB, on observe une diminution immédiate de l'encours des crédits CRE. Depuis la mi-avril cependant, l'encours des prêts CRE se redresse. Néanmoins, les anecdotes rapportées indiquent que le crédit s'avère plus difficile à obtenir pour les PME et d'autres emprunteurs.



### La Fed a-t-elle aggravé la crise ?

Une question importante est de savoir si la Fed a involontairement amplifié la fuite des dépôts. D'un côté, la Fed dispose d'outils pour fournir en urgence des liquidités aux banques. Mais, dans le système de réserves abondantes mis en place à la suite de la crise financière mondiale, la Fed occupe un rôle central d'intermédiation sur les marchés monétaires américains.

La facilité de prise en pension de la Fed de New York (*reverse repo facility*, RRP) permet aux banques, aux agences hypothécaires fédérales et à d'autres contreparties, dont les fonds monétaires, de placer des liquidités au jour le jour en recevant du collatéral issu du portefeuille SOMA de la Fed. La Fed emprunte donc des liquidités et prête ses titres. Le taux d'intérêt de la RRP a suivi le taux des Fed funds à la hausse et se situe désormais à 5,05 %, juste au-dessus de la borne inférieure des Fed funds (5-5,25 %). Ainsi, la facilité de prise en pension absorbe actuellement 2 100 milliards de dollars de liquidités excédentaires dans le système financier. Les fonds monétaires détiennent près de 100 % de ce total. L'accès au taux d'intérêt sans risque de la RRP permet aux fonds monétaires d'afficher des rendements attrayants par rapport aux dépôts bancaires.

D'après les données du FDIC, le taux d'intérêt national moyen sur les dépôts s'élevait à seulement 0,40 % sur les comptes d'épargne au 31 mai et 1,59 % sur les certificats de dépôt à 1 an. Des restrictions s'appliquent sur les taux offerts empêchant les institutions les moins bien capitalisées de proposer des rendements trop éloignés des conditions de marché. Par ailleurs, les rendements des bons du Trésor à court terme sont restés réduits ces derniers mois en raison des tractations autour du plafond de la dette. Ainsi, la détention directe de bons du Trésor s'avérait moins rémunératrice que la facilité de *reverse repo* de la Fed.

En conclusion, la Fed pourrait contribuer à réduire la pression sur les dépôts dans les banques les plus fragiles en réduisant le taux de la RRP ou en abaissant la limite par contrepartie qui s'élève à 160 milliards de dollars. Le taux de *reverse repo* de la RRP est maintenu 5 pb au-dessus de la borne inférieure des Fed funds depuis juin 2021. Cependant, cet écart était négatif (-5 pb) au plus fort des tensions sur le marché du repo en 2019. L'augmentation des émissions de bons du Trésor pourrait justifier une réduction du taux de la RRP pour faciliter le fonctionnement du marché monétaire. Une baisse de la limite par contrepartie pourrait contribuer à canaliser les investissements des fonds monétaires vers les bons du Trésor.

## Conclusion

**Deux mois après l'effondrement de SVB, la baisse des dépôts dans les banques les plus fragiles a ralenti, voire cessé. Cependant, les grandes banques ont souffert d'une seconde vague de sorties. Les fonds monétaires ont attiré l'essentiel de ces dépôts bancaires. Les banques ont réagi en étendant au maximum la couverture d'assurance du FDIC pour rassurer leurs clients. Parallèlement, les conditions de crédit se sont durcies, mais même les prêts commencent à se redresser. La Fed pourrait modifier sa facilité de prise en pension afin de réduire les tensions sur les passifs bancaires.**

Axel Botte

• **La revue des marchés**  
**Fed : un moment pour réfléchir**

**Les actions et le crédit résistent à la remontée du T-note vers 3,75% avant les réunions des Banques centrales**

Les mouvements de taux durant les périodes de blackout précédant le FOMC sont souvent révélateurs du positionnement des intervenants. La tendance haussière, brièvement interrompue la semaine passée, a repris de sorte que le 10 ans américain se cale sur 3,75 %. La Fed devrait observer une pause en juin mais une nouvelle hausse est évoquée pour juillet. La volte-face récente de la RBA ou de la BoC nous indique qu'une pause ne préfigure pas nécessairement une prochaine baisse des taux. La BCE devrait procéder à deux hausses en juin et juillet. Au Royaume-Uni, la réticence de deux de ses membres n'empêchera pas la BoE d'agir face à l'inflation. Le Gilt s'approche de 4,25 %. Le rebond des taux longs est sans préjudice aux actifs risqués. Le crédit est bien orienté dans un environnement de faible volatilité favorable au portage. La réduction des swap spreads a donné le la, et les spreads souverains, le crédit et le high yield poursuivent leur resserrement. Quant aux actions, le S&P 500 a repris 20% depuis les plus bas de l'automne. Les valeurs de technologie dominant encore le marché mais des arbitrages s'opèrent au bénéfice des petites valeurs. Le Russell 2000 reprend ainsi 6 %. L'Europe rend aussi un peu de performance après le sursaut au début du mois. La hausse des actions semble toujours coïncider avec un dollar un peu plus faible. L'euro remonte au-dessus de 1,07 \$. Le niveau du yen, proche de 140 contre le dollar, reste problématique pour les autorités chinoises qui cherchent à encadrer la glissade du yuan par ailleurs justifiée par les velléités d'assouplissement interne. L'effondrement de la livre turque (au-delà de 23 contre dollar) se poursuit malgré les volontés affichées de revenir à un *policy mix* plus conventionnel.

La situation conjoncturelle devrait amener la Fed à relever ses projections de croissance et d'inflation sous-jacente cette semaine. Les dernières publications confirment la bonne tenue du marché du travail et la croissance du deuxième trimestre devrait avoisiner 1,5 % voire 2 %. Les membres clé du FOMC semblent opter pour une pause mais le biais restrictif perdurera. La baisse attendue de l'inflation n'est pas un argument suffisant pour entamer un cycle d'assouplissement, d'autant que le risque de récession s'éloigne et que le logement, un secteur particulièrement sensible aux taux, se redresse. Deux Banques centrales ont été contraintes de revoir leurs plans. La BoC et la RBA ont relevé leurs taux de 25 pb contrairement au statu quo attendu. La BoE est probablement dans une situation similaire. En Europe, la récession technique est confirmée après un premier trimestre à -0,1 %. La désinflation devrait

soutenir la consommation, d'autant que les créations d'emplois sont dynamiques (+0,6 % au T1) et les salaires pointent à la hausse. La BCE va probablement monter ses taux à deux reprises puis l'essentiel du resserrement passera par la réduction de la liquidité en excès. Les remboursements de TLTRO sont conséquents en juin (477 Mds €) et l'amortissement du bilan se chiffre à 148 Mds € au second semestre.

Sur les marchés de taux, les enquêtes américaines auprès des investisseurs montrent un sentiment acheteur de Treasuries au plus haut depuis 4 ans. Paradoxalement, les comptes spéculatifs affichent un biais vendeur de contrats significatif. Cette apparente déconnection indique peut-être que 3,75% est un niveau acceptable dans la durée mais que la communauté des *hedge funds* n'écarte pas un dernier durcissement monétaire après les surprises en Australie et au Canada. L'inflation n'est plus un sujet pour les marchés. Les swap d'inflation à 10 ans aux Etats-Unis comme en Europe sont stabilisés autour de 2,5%. Les marchés semblent écarter le scénario de persistance des tensions. L'inversion de la courbe se maintient et pourrait s'accroître avec les émissions de T-bills, avant un rallongement probable de la dette du Trésor à partir du second semestre. En Europe, le Bund bute sur 2,50% mais le mouvement contribue à un resserrement généralisé des swap spreads et des souverains. L'encours réduit de dette grecque accentue le rétrécissement des spreads sous 130 pb. Les données de réinvestissement de la BCE montrent que les dettes périphériques ont été épargnées depuis deux mois. Les détentions de BTP italiens ont ainsi augmenté de 2 Mds € sur cette période. Les interrogations légitimes sur le solde budgétaire italien n'ont pas affecté le spread (175 pb à 10 ans) d'autant que le gouvernement italien peut compter sur l'épargne des ménages.

Le marché du crédit semble correctement valorisé autour de 100 pb contre swap sur l'investment grade en euros. Le spread par unité de levier est conforme à sa moyenne sur 5 ans. Cela étant, une nouvelle tension sur les taux sans risque induirait probablement quelques dégagements sur le marché d'autant que les ETFs captent l'essentiel de la collecte. On devrait donc observer un mouvement homothétique des spreads en réaction à la remontée des rendements sans risque. Le high yield (466 pb, -31 pb en cinq séances) s'est beaucoup renchéri, notamment les plus mauvaises signatures. Malgré quelques dossiers proches du défaut, l'environnement reste sain en termes de qualité de crédit à ce stade.

La bulle spéculative sur la thématique de l'intelligence artificielle aux États-Unis oblige désormais à reconsidérer les valorisations relatives. Les rachats de positions vendeuses ont provoqué un rebond de 6% du Russell 2000. En Europe, les résultats sont revus à la hausse et les rotations sectorielles dans un marché étale semblent favoriser les cycliques.

**Axel Botte**

## • Marchés financiers

Emprunts d'Etats	12-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	2.86%	-3	+27	+10
EUR Bunds 10a	2.33%	-5	+5	-24
EUR Bunds 2s10s	-54bp	-2	-22	-33
USD Treasuries 2a	4.56%	+10	+58	+14
USD Treasuries 10a	3.71%	+3	+25	-16
USD Treasuries 2s10s	-85bp	-6	-32	-29
GBP Gilt 10a	4.24%	+4	+47	+57
JPY JGB 10a	0.43%	0	-2	-15
EUR Spreads Souverains (10a)	12-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	53bp	-1	-4	-2
Italie	168bp	-8	-12	-46
Espagne	96bp	-4	-9	-12
Inflation Points-morts (10a)	12-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.43%	-8	+6	-12
USD 10a Inflation Swap	2.49%	-3	+2	-4
GBP 10y Inflation Swap	3.8%	+2	+9	-12
EUR Indices Crédit	12-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	164bp	-5	-4	-3
EUR Agences OAS	77bp	-3	-4	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	84bp	-4	-6	+1
EUR High Yield Pan-européen OAS	465bp	-20	-47	-47
EUR/USD Indices CDS 5a	12-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	77bp	-1	-10	-14
iTraxx Crossover	407bp	-7	-44	-67
CDX IG	71bp	-1	-11	-11
CDX High Yield	441bp	-12	-60	-43
Marchés émergents	12-juin-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	456bp	-8	-27	+4
Devises	12-juin-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.076	0.467	-0.793	0.5
GBP/USD	\$1.256	0.949	0.787	3.9
USD/JPY	JPY 139	0.287	-2.500	-5.8
Matières Premières	12-juin-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$73.0	-\$3.8	-\$1.0	-12.8
Or	\$1 962.6	\$0.7	-\$48.2	7.6
Indices Actions	12-juin-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 299	0.39	4.24	12.0
EuroStoxx 50	4 311	0.42	-0.15	13.6
CAC 40	7 257	0.77	-2.13	12.1
Nikkei 225	32 434	0.67	10.36	24.3
Shanghai Composite	3 229	-0.11	-1.33	4.5
VIX - Volatilité implicite	14.65	-0.54	-13.98	-32.4

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](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 ...12/06/2023

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