

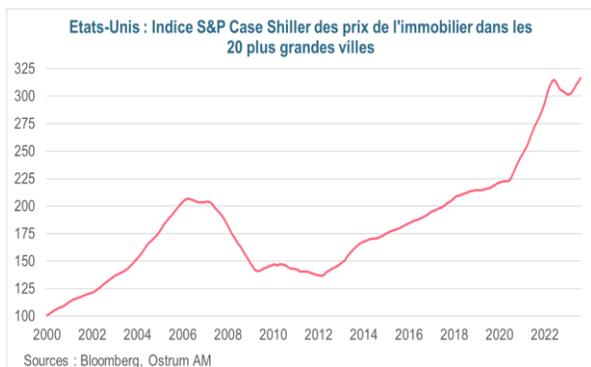
● Le thème de la semaine : Croissance atone en zone euro + Inflation sous-jacente encore élevée = Statu quo prolongé de la BCE

- La politique monétaire de la BCE a un impact de plus en plus prégnant sur la demande interne et l'inflation ;
- La croissance a ainsi nettement ralenti pour devenir atone ;
- La désinflation se poursuit, en raison principalement d'un effet de base important lié aux prix énergétiques ;
- L'inflation sous-jacente reste encore élevée, du fait notamment de la progression encore soutenue des salaires ;
- La BCE devait ainsi laisser ses taux à ce niveau restrictif un certain temps, avant de les baisser au second semestre 2024.

● La revue des marchés : Le paradoxe du durcissement des conditions financières

- La Fed opte pour le statu quo jugeant les taux longs élevés ;
- Ce signal de la Fed engendre un rally généralisé et une baisse du dollar ;
- L'emploi américain décélère en octobre, le chômage en légère hausse ;
- Le Nasdaq reprend 6 % sur la semaine.

● Le graphique de la semaine



Les prix de l'immobilier repartent à la hausse aux États-Unis depuis février et ceci en dépit de la poursuite de la forte remontée des taux hypothécaires. L'indice S&P Case Shiller des prix de l'immobilier dans les 20 plus grandes villes américaines a même atteint un plus haut historique en août 2023 (dernière donnée disponible), alors que le taux hypothécaire à 30 ans est au plus haut depuis 2000, à 7,86 %. Cela traduit une insuffisance de l'offre par rapport à la demande. Elle a été notamment exacerbée par la hausse des coûts des matériaux et des coûts de financement.

● Le chiffre de la semaine

33

Source : Bloomberg

Les destructions d'emplois dans l'industrie automobile ont été de 33 000 en octobre, reflet des grèves chez les principaux constructeurs. Cela explique l'important écart par rapport au consensus sur les créations d'emplois privés.



Axel Botte
Directeur Stratégie Marchés
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**

Croissance atone en zone euro + Inflation sous-jacente encore élevée = Statu quo prolongé de la BCE

La politique monétaire de la BCE a un impact de plus en plus prégnant sur la demande interne et l'inflation. La croissance de la zone euro est ainsi devenue atone et la désinflation se poursuit avec une inflation de 2,9 % en octobre, selon les chiffres préliminaires. L'inflation sous-jacente se modère, quant à elle, plus lentement et reste encore trop élevée (4,6 %) justifiant un statu quo prolongé de la BCE.

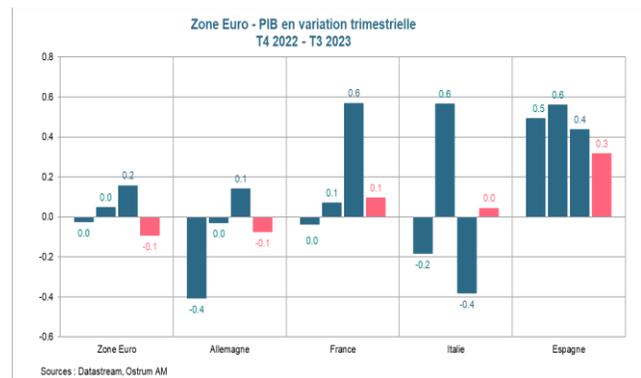
Croissance atone en zone euro

Baisse du PIB de 0,1 % en T3 en zone euro

Au 3^e trimestre, le PIB de la zone euro s'est inscrit en légère baisse : - 0,1 % par rapport à T2. La croissance a été révisée en hausse le trimestre précédent à + 0,2 % contre + 0,1 % précédemment. L'acquis de croissance pour 2023 (croissance annuelle moyenne en supposant une stabilité du PIB en T4) est de 0,5 %. Le détail par composante n'est pas encore disponible et les chiffres publiés par certains pays pour en avoir une idée se sont révélés contrastés.

Croissance atone en Allemagne, en France et en Italie, ralentissement en Espagne

Parmi les cinq plus grands pays, la croissance a été quasiment nulle en Allemagne (- 0,1 % après + 0,2 %), en France (0,1 % après 0,6 %) et en Italie (0 % après - 0,4 %) et elle a ralenti en Espagne (0,3 % après 0,4 %). Parmi les plus fortes variations des pays ayant publié, la croissance a été la plus dynamique en T3 en Belgique (+ 0,5 %), alors qu'elle s'est contractée plus fortement en Irlande (- 1,8 %) et en Autriche (- 0,6 % après - 0,8 % en T2), cette dernière étant entrée en récession.



Demande interne contrastée selon les pays

En **Allemagne**, le détail du PIB n'est pas disponible, mais l'organisme de statistique a indiqué que les dépenses des ménages avaient baissé, alors que la contribution de l'investissement en machine et équipement avait été positive. L'acquis de croissance pour 2023 est de - 0,1 %.

En **France**, le ralentissement de la croissance à 0,1 % après un fort rebond en T2 (revu en hausse à 0,6 %, contre 0,5 % précédemment) masque une forte contribution de la demande interne : + 0,7 point de pourcentage (pp) après 0,2 pp en T2. La consommation des ménages a nettement rebondi (notamment dans l'alimentation) et l'investissement s'est accéléré. Cela est lié à l'investissement des entreprises non financières, et notamment au rebond de l'investissement en biens d'équipement. L'investissement des ménages s'est en revanche stabilisé après 4 trimestres de baisse. Les dépenses publiques ont légèrement accéléré. La contribution positive de la demande interne a été contrebalancée par la contribution négative du commerce extérieur (- 0,3 pp) et des stocks (- 0,3 pp). Le recul des exportations (après une forte hausse en T2) a été plus fort que celui des importations. L'acquis est de 0,9 %.

En **Italie**, le détail du PIB n'est pas encore disponible. La valeur ajoutée a baissé dans l'agriculture, augmenté dans l'industrie et s'est stabilisée dans les services. L'organisme Istat a indiqué une contribution négative de la demande interne (stocks compris) pour le 2^e trimestre consécutif qui a été compensée par une contribution positive du commerce extérieur. L'investissement résidentiel est notamment affecté par la fin du « super bonus » depuis février. Cet avantage fiscal mis en place lors de la crise du covid-19 avait

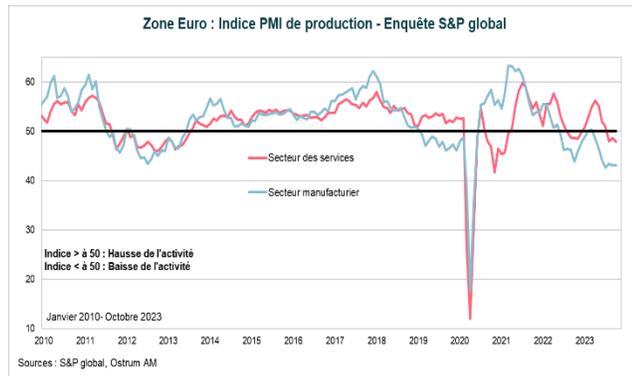
généralisé une forte hausse de l'investissement résidentiel. L'acquis est de 0,7 %.

Enfin en Espagne, la croissance de 0,3 % vient de la demande interne (0,8 pp de contribution après 1,1 pp) et plus particulièrement de l'accélération de la consommation des ménages. En revanche, l'investissement a baissé et les dépenses publiques ont ralenti. Cela a été contrebalancé par la contribution négative du commerce extérieur. Les stocks ont eu une contribution nulle. L'acquis est de 2,3 %.

Dégradation des perspectives de croissance

Les récentes enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises ne présagent pas une amélioration rapide de l'activité.

L'enquête S&P global a révélé une baisse de l'indice PMI composite en octobre, à 46,5 contre 47,2 en septembre. Il est bien inférieur au seuil de la neutralité de 50. Le secteur manufacturier continue de se contracter et cette faiblesse se diffuse au secteur des services, qui se contracte également depuis 3 mois, mais dans une moindre ampleur.



Le point préoccupant vient de la baisse marquée des nouvelles commandes, tant globales qu'étrangères, et de la nette inflexion de la composante emploi. Celle-ci revient sur le seuil de la neutralité, à 50, son plus bas depuis janvier 2021. Selon cette enquête, l'emploi ralentit encore dans le secteur des services et se contracte au rythme le plus élevé depuis août 2020 dans le secteur manufacturier.

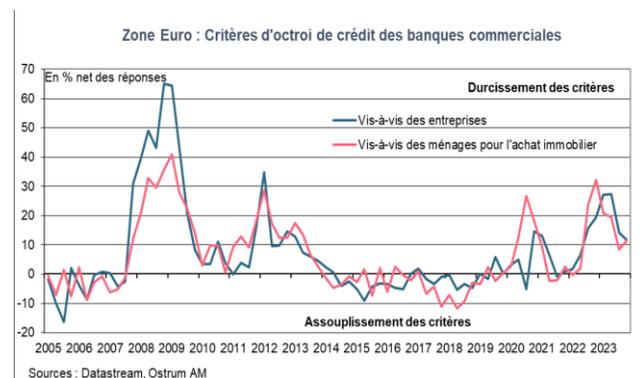
Cette détérioration des perspectives d'activité a été

confirmée par l'enquête de la Commission européenne, l'enquête INSEE, dont l'indice synthétique est passé en octobre sous sa moyenne historique de 100 (à 98,5). L'IFO en Allemagne se reprend légèrement pour rester sur des niveaux faisant craindre une récession. La BCE mène également une enquête auprès des entreprises. Celles-ci ont également révélé une détérioration de leurs perspectives et anticipent en moyenne une légère contraction de l'activité aux 3^e et 4^e trimestres.

La politique monétaire restrictive de la BCE a un impact de plus en plus fort sur le crédit

Net durcissement des conditions d'octroi de crédit

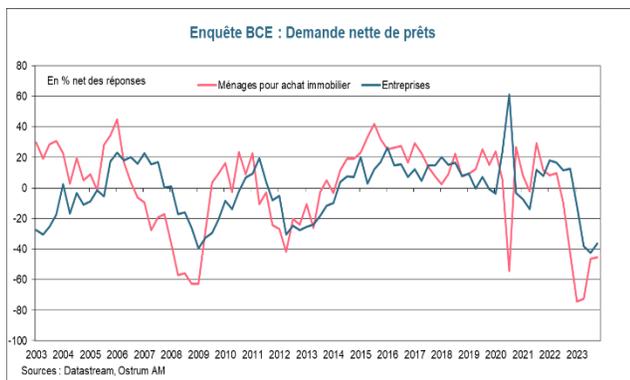
Selon la dernière enquête de la BCE menée auprès des banques sur les prêts (bank lending survey), les conditions d'octroi de crédit ont continué de se durcir au 3^e trimestre pour les entreprises et les ménages et plus fortement que ne l'avaient anticipé les banques. Si le degré est moins important qu'au cours des derniers trimestres, le cumul du durcissement depuis 2022 est considérable. Cela vient essentiellement d'une perception du risque plus élevée liée à la détérioration des perspectives économiques et de la situation propre à chaque emprunteur. Une moindre tolérance au risque et une position de liquidité moins élevée des banques ont également contribué au durcissement mais dans une moindre mesure.



Les banques révèlent une nouvelle forte baisse de la demande de prêt des entreprises et des ménages au 3^e trimestre et de manière plus importante que ce qu'elles avaient anticipé. La hausse des taux d'intérêt

en est la raison principale. À cela s'ajoute, pour les entreprises : la poursuite de la baisse de l'investissement productif et, pour les ménages, une moindre confiance ainsi que la dégradation des perspectives sur le marché de l'immobilier. Les prix de l'immobilier en zone euro ont baissé de 1,7 % au 2^e trimestre 2023, par rapport à l'année précédente, enregistrant leur première contraction sur un an depuis fin 2013, reflet de la forte hausse des taux d'intérêt.

Cela présage une nouvelle et plus forte inflexion de la demande de crédit. Les prêts accordés au secteur privé ont nettement ralenti pour se contracter de 0,4 % sur un an pour les entreprises non financières en septembre et progresser de seulement 0,2 % pour les ménages. Ceci est à comparer à 8,1 % et 4,2 % respectivement en octobre 2022.



Impact différencié selon les entreprises

L'enquête de la BCE auprès des entreprises révèle que le durcissement des conditions financières a un impact beaucoup plus important sur les entreprises du secteur manufacturier que sur celles des services. Ce n'est pas surprenant : la politique monétaire impacte le coût du capital, il est donc normal que l'activité des entreprises intensives en capital, comme celles du secteur manufacturier et de la construction, soient les plus affectées. Mais la divergence est considérable.

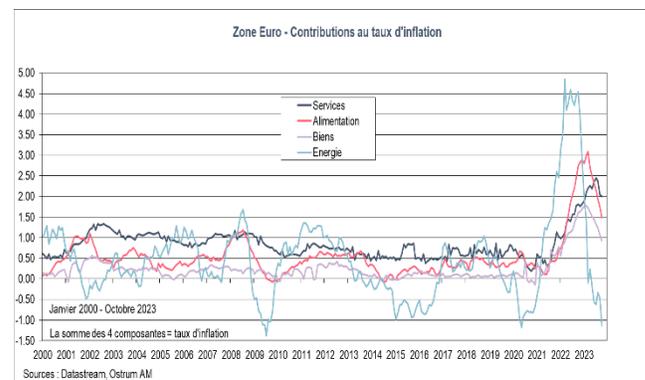
Pour 3 entreprises sur 4 du secteur des services, le durcissement observé depuis 12 mois n'a pas eu d'impact sur l'activité. De plus, une plus grande proportion considère que ce sera également le cas l'année prochaine. Dans le secteur manufacturier, c'est l'inverse : 2 entreprises sur 3 indiquent une baisse de leur activité liée au durcissement des conditions

financières.

La désinflation se poursuit, mais l'inflation sous-jacente reste élevée

Selon les chiffres préliminaires, l'inflation en zone euro a continué de ralentir en octobre pour s'établir à 2,9 %, contre 4,3 % en septembre, à comparer à un pic de 10,6 % en octobre 2022. Cela résulte essentiellement de la moindre contribution des prix énergétiques liée à un effet de base important. Sur un an, la baisse des prix énergétiques s'accroît à - 11,1 % contre - 4,6 % en septembre. Les prix des biens industriels ont également ralenti (3,5 % contre 4,1 %), tout comme ceux de l'alimentation (7,5 % contre 8,8 %) qui continuent de progresser rapidement.

En revanche, l'inflation dans les services reste élevée : 4,6 % contre 4,7 % en septembre. Cela traduit le maintien de tensions domestiques, notamment sur le marché du travail, avec la progression encore soutenue des salaires.



Par conséquent, l'inflation sous-jacente (qui exclut l'alimentation et l'énergie) est demeurée élevée : 4,2 % en octobre, contre 4,5 % en septembre, à comparer à un pic de 5,7 % en mars. Celle-ci ralentit mais à un rythme plus lent que l'inflation globale.

Statu quo prolongé de la BCE

1^{re} pause depuis juillet 2022

Lors de la réunion du 26 octobre, la BCE a décidé d'opter pour une pause après 10 hausses consécutives de ses taux directeurs : + 450 points de

base au total pour ramener le taux de dépôt au plus haut historique de 4 %. La croissance ralentit et l'inflation se modère, tout en restant encore élevée. La transmission de la politique monétaire est de plus en plus forte.

La politique monétaire continue néanmoins de devenir plus restrictive, à travers la fin des remboursements des tombées dans le cadre de l'APP, ainsi que par les remboursements de TLTRO. En revanche, l'arrêt des remboursements des tombées dans le cadre du PEPP n'a pas été discuté lors de la réunion : ils se poursuivront jusqu'à fin 2024, au moins. C'est la 1^{re} ligne de défense pour assurer la transmission de la politique monétaire face à des tensions injustifiées sur les spreads de certains pays, la BCE pouvant utiliser la flexibilité offerte par ce programme, dans ce cas là.

La Banque centrale a de nouveau indiqué qu'elle comptait maintenir ses taux à ce niveau restrictif suffisamment longtemps pour s'assurer du retour de l'inflation vers la cible de 2 % à moyen terme. Elle n'exclut pas de devoir les remonter à nouveau, si nécessaire.

Pas de baisse de taux attendue avant le 2^e semestre 2024

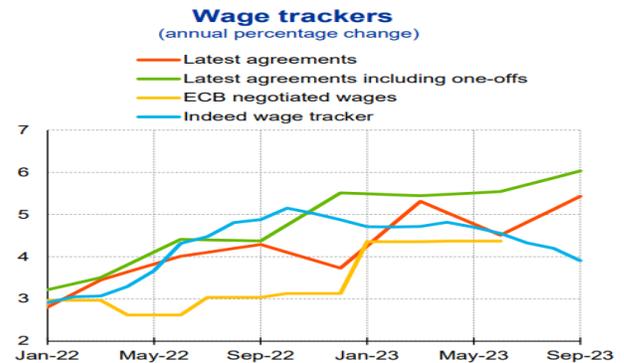
La BCE devrait probablement commencer à rendre sa politique monétaire moins restrictive durant le 2^e semestre, lorsqu'elle sera plus assurée du ralentissement de l'inflation sous-jacente.

L'intervention d'Isabel Schnabel, du 2 novembre, portait sur « Le dernier kilomètre de la désinflation ». La 1^{re} phase de désinflation a été rapide étant donné qu'elle a bénéficié d'un effet de base important sur l'énergie et, dans une moindre mesure, sur l'alimentation. La 2^e phase sera plus difficile. La contribution de l'énergie va rapidement redevenir positive (effet de base lié à la baisse des prix de l'énergie il y a un an) et la désinflation dépendra davantage du rythme de ralentissement des salaires.

Pour le moment, leur progression encore soutenue, dans un contexte de faible croissance de la productivité, se traduit par une hausse des coûts salariaux unitaires (6,5 % au 2^e trimestre sur un an).

Voici un graphique extrait de la présentation d'Isabel

Schnabel portant sur la variation annuelle des salaires. Les salaires négociés (en jaune) progressent toujours rapidement (4,4 % sur un an en T2). En T3, les derniers accords salariaux (en rouge et vert) révèlent une plus forte hausse des salaires. Seul l'indice de salaire Indeed révèle une progression moins forte des salaires sur les offres d'emplois en ligne.



Source : BCE

Selon l'enquête de la BCE menée auprès des chefs d'entreprises, les salaires continuent de progresser à un rythme élevé et devraient légèrement ralentir en 2024. Ils attendent en moyenne une hausse de 4,9 % des salaires en 2024, après 5,6 % en 2023. Ces éléments tendent à signaler un ralentissement très progressif des salaires justifiant la vigilance de la BCE.

Conclusion

La croissance de la zone euro devrait rester atone au cours des deux prochains trimestres, en raison de l'impact de plus en plus prégnant de la politique monétaire et de l'absence d'impulsion en provenance du commerce extérieur. La BCE ne devrait pas baisser ses taux avant le 2^e semestre 2024, en raison d'une inflation sous-jacente qui ne devrait ralentir que lentement, du fait d'une progression, certes plus modérée, mais encore soutenue des salaires.

Aline Goupil-Raguénès

- **La revue des marchés**

Le paradoxe du durcissement des conditions financières

En pointant du doigt le resserrement des conditions financières, la Fed envoie un signal de détente sur l'ensemble des marchés de taux et d'actions.

Les marchés financiers semblent prisonniers d'un raisonnement circulaire. Le statu quo monétaire de la Fed, justifié par la hausse des taux longs depuis l'été, engendre une détente généralisée des conditions financières. Le biais accommodant historique de la Fed resurgit déjà, alors que le retour à la cible d'inflation reste hypothétique. Le dollar, baromètre ultime de l'aversion pour le risque, s'ajuste à la baisse. Le yen, hésitant après la décision de la BoJ de laisser le 10 ans monter, s'apprécie finalement grâce à la baisse du dollar. L'euro remonte par défaut à 1,07 \$. Les marchés d'actions reprennent entre 3 % et 6 % en cinq séances. Les rendements longs replongent brièvement sous 4,50 % aux États-Unis. L'inquiétude sur le refinancement de la dette américaine s'est évaporée en quelques séances. Le Bund s'échange autour de 2,70 % en fin de semaine. L'actif sans risque (de défaut) reste sujet à une volatilité considérable. Les spreads de crédit se réduisent de près de 30 pb sur le segment du high yield. La baisse du billet vert profite aussi aux métaux industriels.

La Fed ne suit plus les données. Ce n'est pas une mauvaise chose que de ne plus conditionner sa politique aux dernières publications. La politique monétaire agit avec retard sur l'activité. Force est de constater que le resserrement n'a, jusqu'à présent, pas eu l'effet escompté sur la croissance, l'inflation et l'emploi. Les taux hypothécaires à 8 % ne parviennent pas à infléchir les prix du logement, même si les transactions immobilières sont rares. La Fed se donne du temps et n'augmentera plus ses taux d'intérêt, sauf en cas de reprise précoce des tensions inflationnistes. L'emploi décélère avec 150k créations nettes en octobre (dont 33k destructions de postes dues à la grève dans le secteur automobile). Le taux de chômage (3,9 %) se situe désormais 0,5 pp au-dessus du plancher d'avril 2023. La décélération des salaires (4,1 %) reste trop lente pour assurer une convergence rapide des prix à la cible de 2 %. La Fed est néanmoins convaincue que les taux longs ont atteint

un niveau suffisant pour atteindre l'équilibre économique ciblé. La hausse du déficit fédéral induit aussi une pression que la Fed peut être tentée d'atténuer. Le refinancement trimestriel du Trésor montre une poursuite de l'augmentation des tailles d'émission sur toutes les échéances, à l'exception du 20 ans boudé par les investisseurs. La hausse des montants à l'émission est plus importante sur les maturités 2 ans à 5 ans (3 Mds € chaque mois) qu'au-delà (7 ans à 30 ans). Cette annonce a soutenu les Treasuries à long terme. En zone euro, les enquêtes conjoncturelles préfigurent une croissance faible au 4^e trimestre, après une légère contraction au 3T 2024. La croissance est quasi-nulle dans les trois grandes économies de l'union.

Sur les marchés financiers, l'inflexion dans le discours de la Fed constitue un signal de rachat sur les actifs risqués. Les actions rebondissent de 3 % à 6% sur la semaine écoulée, entraînant le high yield et le crédit au resserrement. La thématique croissance bénéficie au premier chef de la forte baisse des taux longs. Le rebond des actions intervient après six semaines de baisse des bourses en Europe émaillées de sanctions en cas de déceptions sur les résultats ou la génération de flux financiers. L'environnement microéconomique est moins porteur à l'approche du dernier trimestre.

La duration reste le premier facteur de performance sur l'obligataire. Les courbes de taux s'inversent de nouveau et les ajustements de sensibilité de fin de mois amplifient le mouvement. Le spread 2-10 ans américain perd 18 pb sur une semaine. Le statu quo monétaire réduit l'incertitude, au bénéfice des actifs de portage. Les spreads de crédit se resserrent sensiblement de 5 pb sur l'IG euro à près de 25 pb sur le high yield américain. L'iTraxx Crossover revient ainsi vers le niveau de 420 pb.

Le dollar décroche en cohérence avec des anticipations de taux Fed funds réduites. Au Royaume-Uni, la BoE (statu quo à 5,25 %) ne parvient pas davantage à convaincre les intervenants du maintien d'un biais restrictif. Le prochain mouvement de taux sera probablement un allègement, malgré l'inflation persistante. La BoJ reste empêtrée dans une politique illisible où sa prétendue tolérance pour des taux longs plus élevés (supérieurs à 1 %) se heurte à son aversion pour la volatilité financière. Le yen hésite avant de s'apprécier en miroir de la baisse du billet vert (149,5).

Axel Botte

• Marchés financiers

Emprunts d'Etats	6-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	2.98%	-4	-16	+21
EUR Bunds 10a	2.68%	-14	-20	+11
EUR Bunds 2s10s	-29.8bp	-10	-5	-9
USD Treasuries 2a	4.87%	-18	-21	+45
USD Treasuries 10a	4.58%	-31	-22	+71
USD Treasuries 2s10s	-29.1bp	-13	-1	+27
GBP Gilt 10a	4.32%	-24	-25	+65
JPY JGB 10a	0.88%	-1	-2	-18
EUR Spreads Souverains (10a)	6-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	59bp	-2	-3	+5
Italie	188bp	-4	-4	-26
Espagne	104bp	-3	-3	-4
Inflation Points-morts (10a)	6-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.4%	-7	-5	-15
USD 10a Inflation Swap	2.64%	-3	+2	+12
GBP 10y Inflation Swap	3.85%	-4	-4	-7
EUR Indices Crédit	6-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	155bp	-8	+0	-12
EUR Agences OAS	76bp	-2	-1	-3
EUR Obligations sécurisées OAS	81bp	-3	-5	-2
EUR High Yield Pan-européen OAS	474bp	-20	+25	-38
EUR/USD Indices CDS 5a	6-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	77bp	-11	-10	-13
iTraxx Crossover	414bp	-49	-43	-60
CDX IG	70bp	-11	-7	-12
CDX High Yield	464bp	-57	-35	-20
Marchés émergents	6-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	424bp	-23	-17	-29
Devises	6-nov.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.075	1.300	1.578	0.4
GBP/USD	\$1.240	1.915	1.357	2.6
USD/JPY	JPY 149	-0.221	-0.074	-12.3
Matières Premières	6-nov.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$85.7	-\$0.6	\$2.6	5.6
Or	\$1 986.3	-\$9.8	\$153.3	8.9
Indices Actions	6-nov.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 358	5.85	1.16	13.5
EuroStoxx 50	4 181	3.80	0.89	10.2
CAC 40	7 045	3.23	-0.21	8.8
Nikkei 225	32 708	5.54	4.71	25.3
Shanghai Composite	3 058	1.22	-1.67	-1.0
VIX - Volatilité implicite	15.40	-22.03	-11.75	-28.9

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-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

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 ...06/11/2023

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