

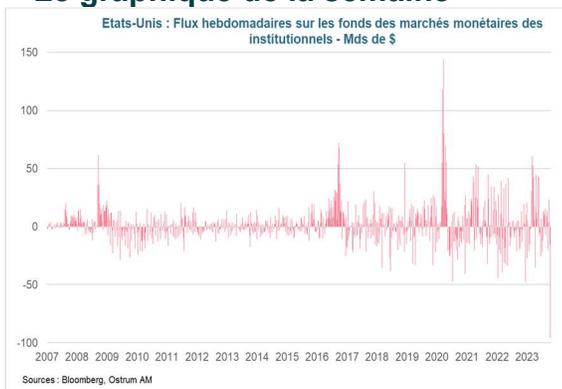
## ● Le thème de la semaine : Crise immobilière en Chine : un air de déjà vu ?

- La crise immobilière chinoise comporte des similitudes avec la crise asiatique de 1997, à travers le surinvestissement dans des secteurs non viables sur le long terme ;
- Néanmoins, le risque financier reste concentré sur l'immobilier, à travers les gouvernements locaux et leurs véhicules de financement ;
- L'endettement colossal de ces derniers est un risque pour le secteur bancaire chinois ;
- Les récentes mesures du gouvernement, notamment sur la restructuration de la dette des véhicules locaux, devraient au mieux permettre de stabiliser le secteur ;
- La Chine a besoin de nouveaux moteurs de croissance, ce qui est difficile dans ce contexte international qui lui est hostile.

## ● La revue des marchés : Les hésitations coupables de Jerome Powell

- Fed : une pause se dessine en novembre, malgré la croissance ;
- Tensions toujours fortes sur le T-note qui flirte avec les 5 % ;
- Les actifs risqués sous la pression des hausses de taux longs ;
- Le retour de l'or comme valeur refuge.

## ● Le graphique de la semaine



Les fonds monétaires américains accusent des rachats sans précédent au cours des sept derniers jours. Selon les données d'ICI, les flux sortants atteignent 95 Mds \$ entre jeudi 12 octobre et le mercredi 18 octobre.

Outre de probables arbitrages vers les obligations avec la remontée des taux longs, la raison principale de ces mouvements semble être le paiement de l'impôt sur les sociétés (habituellement mi-septembre), décalé de quelques semaines en raison de sinistres climatiques enregistrés en début d'année.

## ● Le chiffre de la semaine

# 21,2

Source : Bloomberg

La Chine a vendu pour 21,2 Mds de \$ d'actifs américains en août (dont 15 Mds d'obligations) : c'est la plus forte baisse depuis 4 ans. Cela intervient alors que la PBoC tente d'enrayer la dépréciation du yuan par rapport au dollar.



**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**  
**Crise immobilière en  
Chine : un air de déjà  
vu ?**

La crise financière japonaise de 1997 a été l'événement marquant de l'Histoire moderne. Les déboires des promoteurs immobiliers chinois ont fait ressurgir le spectre de la crise japonaise qui avait précipité l'économie nipponne dans une longue période de stagnation. Est-ce le même sort qui attend la Chine ? Pour répondre à la question, nous proposons un focus sur le secteur immobilier chinois et ses liens entre les différents acteurs.

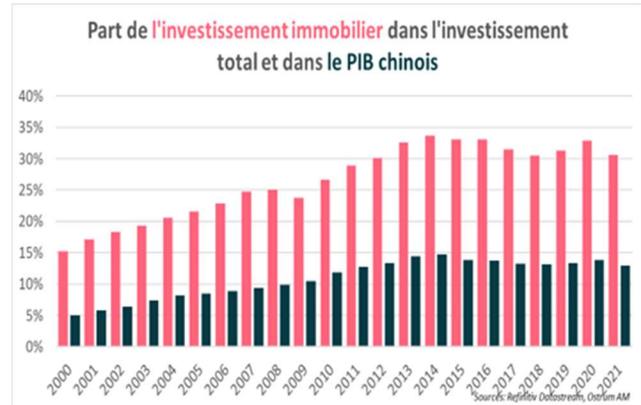
**Le risque financier est concentré sur  
le secteur immobilier...**

**Des similitudes avec la crise asiatique de 1997 : le  
sur-investissement**

La crise immobilière chinoise comporte des similitudes avec la crise asiatique de 1997. Les pays asiatiques avaient enregistré une croissance rapide basée sur l'investissement. Le taux d'investissement dépassait les 30 % du PIB, voire 40 % pour certains pays. Cependant, la majorité des investissements allait vers les secteurs qui n'étaient pas viables et soutenables sur le long terme comme l'immobilier et des projets d'infrastructures. Cela avait créé des surcapacités dans plusieurs secteurs, contribuant à la création de bulles sur les actifs financiers et immobiliers précipitant la crise financière.

**Le rapide essor de l'investissement immobilier...**

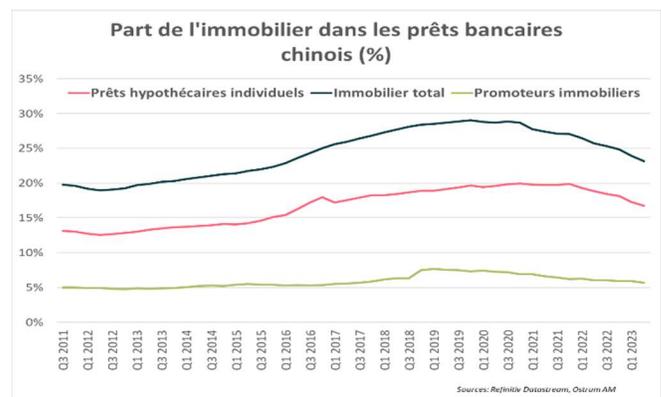
La Chine a également connu une croissance extraordinaire ces dernières décennies, basée sur l'investissement. Celui-ci représente 40 % du PIB, dont 1/3 est de l'investissement immobilier, comme le montre le graphique ci-dessous.



L'immobilier a d'importantes ramifications sur l'économie chinoise. Il représente ¼ du PIB et 20 % de l'emploi. Sa part est passée de 5 % du PIB en 2000 à 13 % du PIB en 2019.

**... Notamment dans le secteur bancaire**

Les banques commerciales chinoises, ainsi que les véhicules de financement des gouvernements locaux ont alors rapidement pris des expositions sur le secteur immobilier. Entre 2011 et fin 2021, la part des prêts accordés au secteur immobilier dans les prêts bancaires totaux est passée de 20 % à 27 % à fin 2021, comme le montre le graphique ci-dessous.



Le risque pour les banques commerciales chinoises ne réside pas dans les prêts hypothécaires contractés par les ménages. En effet, les exigences en apport de capital lors de l'achat d'un bien immobilier sont élevées en Chine, à 30 % pour les primo-accédants et plus élevés encore pour les autres acheteurs dans la plupart des villes.

En revanche, la qualité des prêts des promoteurs immobiliers s'est détériorée ces dernières années à cause du resserrement des restrictions financières dans le cadre du paradigme de « prospérité commune ».

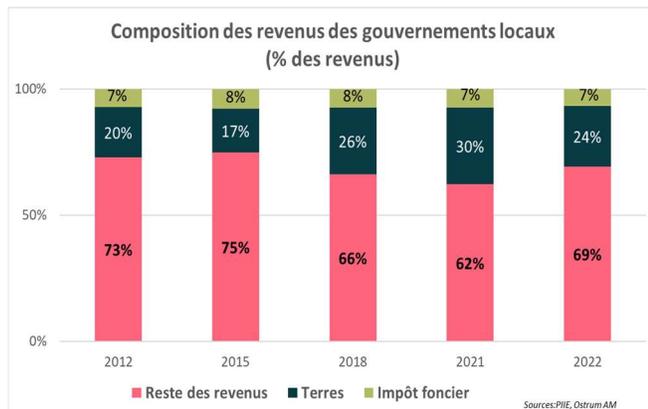
Ces derniers ne représentent que 5,7 % des prêts bancaires totaux.

## ... À travers les gouvernements locaux ...

Les autorités chinoises se sont toujours appuyées sur les gouvernements locaux pour relancer la croissance, en soutenant notamment l'investissement en infrastructures. Ils ont joué un rôle important dans l'essor de l'immobilier en fournissant des sources majeures de revenus.

Les gouvernements locaux génèrent des revenus à partir des terres par deux canaux : la vente des droits d'utilisation des terrains et l'impôt foncier.

Le premier canal permet aux gouvernements locaux de « louer » des terres à des acheteurs qui ont le droit de les utiliser, et d'en bénéficier, pendant que le gouvernement central en garde la propriété. La forte hausse des prix des terrains au cours des deux dernières décennies, liée à la rapide croissance du secteur immobilier, avait permis aux gouvernements locaux de soutenir leurs dépenses. Le graphique ci-dessous montre la composition des revenus des gouvernements locaux sur la période 2012-2022.



La part des ventes de terrains dans les revenus des gouvernements locaux a augmenté sur la période passant de 20 % en 2012 à 30 % en 2021. En 2022, les restrictions financières sur les promoteurs immobiliers chinois, ont provoqué d'importants défauts de paiements.

Les revenus issus de la vente des terrains ont chuté en 2022, pour ne représenter que 24 % des revenus des

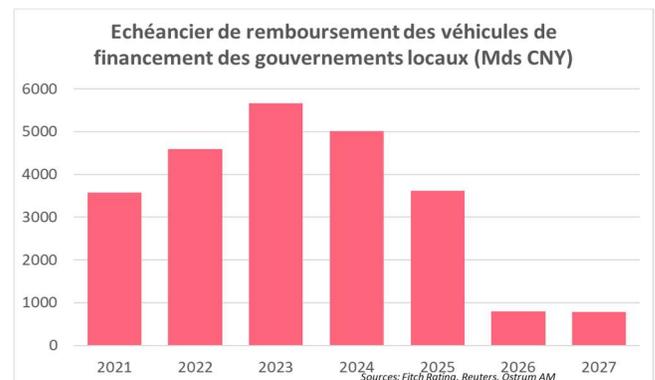
gouvernements locaux, les gouvernements locaux ayant eu des difficultés à vendre les terrains. La chute des revenus des gouvernements locaux, les a fragilisés car ils sont fortement endettés.

Leur dette a atteint 92 trillions de yuans (12,6 milliards de dollars), soit 76 % du PIB chinois, en hausse de 14 ppt par rapport à 2019.

## ... Et notamment de leurs véhicules de financement...

Une partie de la dette des gouvernements locaux a été émise par des véhicules de financement, dont les fonds levés ont servi à financer des projets d'infrastructures. L'évolution des gouvernements locaux au sein du Parti communiste chinois dépend de leur capacité à générer de la croissance, dans laquelle le secteur immobilier a pris un poids important. Les véhicules de financement ont ainsi servi à combler l'écart entre les dépenses et les revenus des gouvernements.

Selon, le Fond monétaire international, leur dette a atteint un record de 9500 milliards de dollars, soit la moitié du PIB de la Chine ! Ils devront faire également face à un mur de la dette. Ainsi, 5,6 trillions de yuans de dette, soit 790 milliards de dollars, arriveront à maturité cette année, comme le montre le graphique ci-après.



D'importants montants de remboursement sont également prévus en 2024, pour un montant de 5,5 trillions de yuans.

Aucun véhicules de financement n'a fait jusqu'à présent défaut. Cependant, la crise immobilière qui sévit actuellement en Chine a mis sous pression leur capacité de remboursement, car leurs revenus dépendent étroitement de la vente de terrains et de

l'immobilier. D'après le FMI, 30 % des véhicules de financement des gouvernements locaux, seraient non viables, sans le soutien financier du gouvernement central.

Les promoteurs immobiliers chinois ont également utilisé des véhicules de financement, les sociétés de fiducie, pour se financer. Selon la China Trustee Association, le montant total des prêts des sociétés de fiducie au secteur immobilier est d'environ 2 trillions de yuans. À titre d'illustration, les sociétés de fiducie représentent 40 % du financement du promoteur immobilier Evergrande.

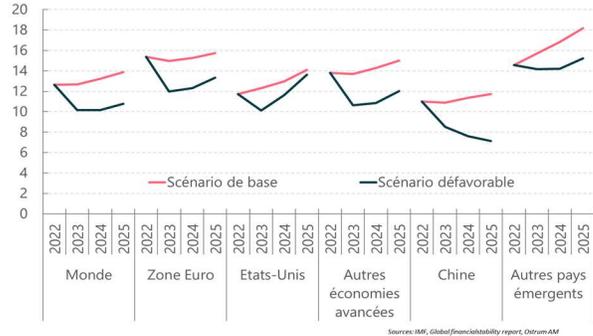
## ... Posant un gros problème aux banques...

Les difficultés des véhicules de financement à rembourser leurs dettes, posent un réel risque aux banques commerciales chinoises qui détiennent 80 % de leur dette.

Selon le FMI, la moitié seulement des coûts de restructuration de la dette des véhicules de financement, leur imposerait des frais de dépréciation de 465 milliards de dollars, ce qui réduirait de 1,7 pourcentage de point le ratio de capital absorbant les pertes par rapport aux actifs.

Dans son rapport d'octobre sur la stabilité financière mondiale, le FMI a simulé les niveaux de ratios de capital des banques pour plusieurs zones dans le cadre de plusieurs scénarii, sur la période 2022-2025. Dans le cadre du scénario défavorable, basé sur les hypothèses d'une croissance du PIB chinois d'1 % (au lieu de 5 %) sur les 3 prochaines années dans un contexte de baisse continue de la valeur de l'immobilier, le ratio de capital des banques chinoises baisse à 7,5 % en 2025, le pire niveau parmi les différentes zones comme le montre le graphique qui suit.

**Ratios de capital des banques (CET1, %) par zones et selon le scénario de base et défavorable, 2022-25**



Un cercle vicieux peut également apparaître. Les pertes des banques devraient les inciter à ponctionner l'octroi de crédit. Les gouvernements locaux incapables d'emprunter vont couper dans les investissements et les services sociaux, affaiblissant davantage la croissance chinoise.

## Quelle crise pour la Chine ?

### Des différences notables avec la crise asiatique de 1997

La perspective d'une crise financière chinoise identique à la crise financière de 1997 est improbable, car la dette est détenue par les investisseurs domestiques et non les investisseurs étrangers. Au contraire, la Chine est devenue le premier créancier du monde, notamment pour les pays pauvres. D'autre part, les autorités chinoises n'ont pas ouvert leur compte de capital en maintenant une politique de contrôle du change, ce qui permet aux pays d'être protégé de sorties brutales de capitaux pouvant conduire à une instabilité financière.

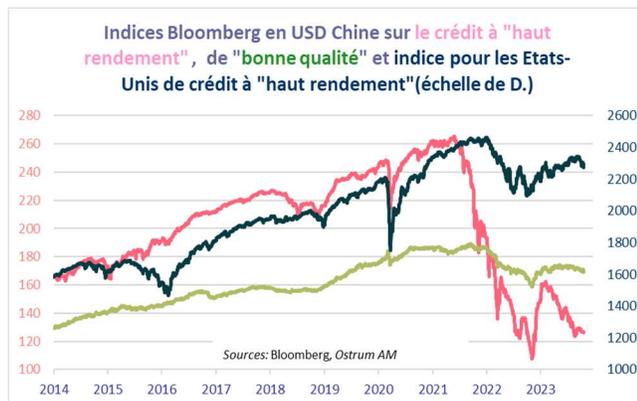
Par ailleurs, les banques commerciales chinoises sont sous contrôle de l'État ou des gouvernements locaux qui ne devraient pas les laisser faire faillite, ce qui a permis à la Chine d'éviter des épisodes de « bank runs » et de paniques bancaires.

### L'aléa moral et la reconstitution des primes de risque

Les gouvernements locaux ont pu emprunter massivement car il y avait cette garantie implicite que l'État interviendrait en cas de pépins pour les renflouer.

C'est exactement ce qui s'est passé pour le secteur de l'immobilier. À cause de son poids important dans l'économie chinoise, il y avait également cette garantie implicite que l'État chinois allait continuer de soutenir le secteur immobilier. Or, en 2022, sous le nouveau paradigme de prospérité commune, le resserrement des restrictions financières sur les promoteurs immobiliers a été un tournant dans la perception du risque immobilier chinois.

La faillite d'Evergrande a montré que l'État n'interviendrait pas pour renflouer les promoteurs. Les primes de risque se sont alors rapidement reconstituées, conduisant à la chute des actifs financiers liés au secteur immobilier, à l'image de l'indice crédit Bloomberg pour la Chine sur le segment « haut rendement » de plus de 50 %, depuis son point haut d'avril 2021, comme le montre le graphique ci-dessous.



Ce dernier, après une tentative de rebond en début d'année liée probablement aux attentes élevées sur la croissance chinoise, s'est rapidement effondré sur ces plus bas de 2022. Le risque se porte plus vers une reconstitution des primes de risque sur les banques et les gouvernements locaux, fragilisant la stabilité financière du pays.

Les autorités chinoises sont conscientes du risque et ont pris une série de mesures pour essayer de restructurer la dette des véhicules de financement, ainsi que permettre aux promoteurs de terminer leurs projets. Les récentes mesures annoncées devraient permettre de stabiliser au mieux le secteur immobilier, mais ne vont pas résoudre le problème de la croissance chinoise.

## Conclusion : l'économie chinoise a besoin de nouveaux moteurs de croissance

Vu la taille colossale de la dette, et la faiblesse de la croissance chinoise, le risque d'une rapide hausse des taux de défaut est élevé. Les autorités chinoises ne pourront pas transférer tout le risque vers les sociétés de gestion comme elles l'avaient fait par le passé, lors de sa première crise bancaire. Le modèle économique chinois basé sur l'investissement a montré ses limites. La Chine doit trouver d'autres moteurs de croissance pour éviter que sa crise immobilière ne se transforme en crise financière grave comme celle qu'avait connu le Japon dans les années 90.

Xi Jinping procède à un rééquilibrage de son économie vers la consommation (en la verdissant), mais celui-ci peine à se matérialiser. La consommation chinoise ne représente que 38 % du PIB, loin des 70 % pour la consommation américaine. Si le PIB du T3 a montré que la croissance chinoise était plus équilibrée, car tirée par la consommation, cette tendance doit être soutenable sur le long terme.

L'environnement international, moins porteur, à cause notamment des sanctions américaines sur sa technologie, a contraint la Chine à se renfermer sur elle-même en accélérant son recentrage sur sa demande domestique. C'est le cas, notamment, pour l'industrie des semi-conducteurs où les investissements de la Chine dans ce secteur se sont intensifiés. La double circulation continue à être mise en œuvre pour permettre à la Chine de bénéficier des services dont elle a besoin pour son essor économique. Si le risque de contagion financière semble limité, les effets d'un fort ralentissement économique chinois auraient en revanche de grandes répercussions sur le reste du monde.

**Zouhoure Bousbih**

## ● La revue des marchés

# Les hésitations coupables de Powell

**Le statu quo sur les Fed funds semble à contre-courant des publications et risque d'accentuer la pression sur les taux longs et les actifs risqués.**

Deux forces s'opposent sur les taux à long terme. Le conflit au Proche-Orient, avec le risque d'une escalade régionale, exerce une force baissière sur le 10 ans américain. À l'inverse, la croissance toujours soutenue aux États-Unis, et entretenue par un déficit fédéral de près de 8 % du PIB, induit une pression haussière sur les rendements à long terme. Dans ce contexte, on peut regretter le discours parfois contradictoire de Jerome Powell qui peine à justifier la pause qui se dessine lors du FOMC du 1<sup>er</sup> novembre. Le T-note flirte avec le seuil de 5 %. Quant au Bund, son rendement oscille autour de 2,90 %. Le Gilt (4,67 %) est également vendu. Les spreads souverains en zone euro se stabilisent dans l'attente de décisions des agences de notations sur la France (62 pb à 10 ans) et l'Italie (203 pb). Les points morts d'inflation (+ 14 pb) expliquent près de la moitié de la hausse hebdomadaire (+ 32 pb) du T-note à 10 ans. La nervosité du marché du pétrole alimente les anticipations d'inflation. La détente de swap spreads ne profite pas au crédit qui s'échange désormais au-delà des 100 pb contre swap. La demande de couverture du risque crédit porte l'iTraxx XO au-delà de 470 pb. Parallèlement, les tensions sur les taux pèsent sur les valorisations boursières. Les thématiques de dividende et de « value » surperforment la qualité et la croissance. La dette émergente en dollars s'écarte plus modestement de 5 pb. Le dollar reste fort en l'absence de valeur refuge concurrente, à l'exception de l'or qui se rapproche des 2 000 \$.

La communication de la Fed est ambiguë. Le dernier discours de Jerome Powell avant le FOMC a engendré une forte volatilité sur les taux, tant la pause annoncée semble à contre-courant des publications économiques. Jusqu'ici, le resserrement monétaire n'a pas ralenti la croissance, bien au contraire, mais la Fed considère que les hausses de taux finiront par peser sur la demande. Il s'agit de se donner du temps pour observer l'effet de la remontée des taux à long terme, notamment sur l'octroi de crédit. Le crédit

immobilier commercial est en effet étale depuis quelques semaines. Par ailleurs, la BCE se réunit cette semaine. Si un statu quo prolongé sur les taux fait consensus désormais, la question du réinvestissement des tombées du PEPP fait débat, alors que les enquêtes conjoncturelles fléchissent depuis l'été en zone euro. La croissance chinoise s'est améliorée au 3<sup>e</sup> trimestre (+ 1,3 %), grâce au rebond de la consommation. L'embellie est à nuancer, compte tenu des révisions baissières sur le PIB du 2<sup>e</sup> trimestre (+ 0,5 %) et la faiblesse persistante de l'immobilier.

Le marché des Treasuries reste mal orienté. Les rendements à 10 ans ont touché 4,99 % la semaine passée et les dernières émissions traduisent une demande réduite pour les obligations de long terme, dont les tailles d'émissions devraient être encore relevées. Outre le prochain FOMC, l'annonce du refinancement du Trésor début novembre pourrait être le catalyseur d'une nouvelle hausse. La pentification des courbes s'observe aussi en Europe. Le Bund résiste autour de 2,90 %, les perspectives de déficit public restant contenues en Allemagne. Le swap spread à 10 ans se situe à 60 pb. La problématique des finances publiques revient sur le devant de la scène. La restauration des règles budgétaires en 2024 met une pression nouvelle sur la France et l'Italie, soumises au risque de dégradation de leurs notes. Le Portugal (71 pb) et la Grèce (146 pb) surperforment.

Les spreads de crédit subissent avec retard l'élargissement des indices de CDS. L'investissement grade européen (161 pb contre Bund) s'écarte de 4 pb sur une semaine. Le marché primaire offre des primes de 15-20 pb par rapport au marché secondaire, mais les allocations sont variables et la performance ultérieure incertaine. Le high yield subit toujours les rachats réguliers sur les fonds, mais l'étroitesse du marché primaire limite la pression à la hausse des spreads. Toutefois, le high yield (482 pb contre Bund) s'inscrit en élargissement de 18 pb sur cinq séances.

Les marchés d'actions subissent les assauts des taux longs et l'environnement international délétère. Le S&P 500 perd 1,6 %. La saison des résultats a débuté aux États-Unis. La proportion de surprises à la hausse est conforme à la moyenne de 75 %. Sur les 80 premières publications du S&P 500, la croissance bénéficiaire ressort à 2,2 % sur un an, contre 5,7 % pour les chiffres d'affaires, ce qui dénote une dégradation des marges dans certains secteurs.

**Axel Botte**

## • Marchés financiers

Emprunts d'Etats	23-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	3.15%	-1	-11	+38
EUR Bunds 10a	2.94%	+16	+20	+37
EUR Bunds 2s 10s	-20.8bp	+17	+32	0
USD Treasuries 2a	5.12%	+2	+1	+69
USD Treasuries 10a	4.99%	+28	+56	+112
USD Treasuries 2s 10s	-13bp	+27	+55	+43
GBP Gilt 10a	4.7%	+22	+45	+103
JPY JGB 10a	0.88%	+12	+1	-13
EUR Spreads Souverains (10a)	23-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	62bp	0	+6	+7
Italie	200bp	+2	+6	-14
Espagne	110bp	-2	+0	+1
Inflation Points-morts (10a)	23-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.55%	+5	-5	+0
USD 10a Inflation Swap	2.72%	+8	+9	+20
GBP 10y Inflation Swap	3.92%	+3	-8	+0
EUR Indices Crédit	23-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	165bp	+4	+18	-2
EUR Agences OAS	80bp	-2	+8	+1
EUR Obligations sécurisées OAS	89bp	-1	+9	+5
EUR High Yield Pan-européen OAS	494bp	+23	+68	-18
EUR/USD Indices CDS 5a	23-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	90bp	+6	+12	-1
iTraxx Crossover	474bp	+28	+55	+0
CDX IG	82bp	+6	+9	0
CDX High Yield	528bp	+36	+80	+44
Marchés émergents	23-oct.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	454bp	+3	+42	+2
Devises	23-oct.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.060	0.369	0.057	-1.0
GBP/USD	\$1.217	-0.426	-0.377	0.7
USD/JPY	JPY 150	-0.287	-0.707	-12.6
Matières Premières	23-oct.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$91.9	\$2.2	-\$0.1	12.5
Or	\$1 978.7	\$58.5	\$62.8	8.5
Indices Actions	23-oct.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 224	-2.39	-2.22	10.0
EuroStoxx 50	4 018	-3.17	-4.49	5.9
CAC 40	6 817	-2.93	-5.13	5.3
Nikkei 225	31 000	-2.08	-4.33	18.8
Shanghai Composite	2 939	-4.38	-6.17	-4.9
VIX - Volatilité implicite	22.19	28.94	29.01	2.4

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-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 ...23/10/2023

### 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)