



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

● **Le thème de la semaine : Obligations européennes : Cap vers l'actif sans risque de référence par Aline Goupil-Raguénès**

- Afin de faire face au réchauffement climatique, assurer la numérisation de l'économie et renforcer sa défense, l'Union européenne doit réaliser des investissements massifs, de plus de 5 billions d'euros entre 2025 et 2031 ;
- L'essentiel sera financé par des investissements privés et une part significative par des investissements publics ;
- L'atteinte de ces objectifs communs nécessite la participation de l'ensemble des pays. Or, certains pays disposent de marges de manœuvre budgétaires très limitées ;
- Les obligations de l'UE doivent ainsi devenir rapidement l'actif sans risque de référence au sein de l'UE.

● **La revue des marchés : Une fin de semestre troublée par Axel Botte**

- Les rendements augmentent, alors que les marchés attendent les résultats des élections françaises ;
- Quelques tensions sur les spreads souverains de la zone euro ;
- Les points morts d'inflation ignorent le rebond des prix du pétrole à 86 \$;
- Les actions américaines continuent de surperformer les actions européennes.

● **Le graphique de la semaine**



Les principaux marchés obligataires souverains sont habituellement très liquides et la plupart du temps plus liquides que les autres marchés en période de stress. C'est essentiel, afin de permettre aux intervenants d'acheter et de vendre des titres facilement sans engendrer de mouvements de prix significatifs.

Or, la liquidité de certains grands marchés obligataires a nettement baissé, comme le révèlent les indices Bloomberg de liquidité (une hausse de l'indice signale une baisse de la liquidité). C'est le cas, plus particulièrement, des États-Unis, du Royaume-Uni et de la France. Cela traduit en partie l'incertitude liée aux Banques centrales, plus particulièrement de la Fed, mais aussi celles relatives aux résultats à venir des élections en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis et de leurs conséquences sur la politique budgétaire.

● **Le chiffre de la semaine**

2,2

Le taux 10 ans chinois a atteint un plus bas depuis 22 ans, à 2,2 %. Les investisseurs anticipent l'adoption d'une politique monétaire plus accommodante de la Banque centrale pour soutenir la croissance.

Source : Bloomberg

• **Le thème de la semaine**

Obligations européennes : Cap vers l'actif sans risque de référence

L'Union européenne doit réaliser des investissements massifs au cours des prochaines années pour faire face au réchauffement climatique, assurer la numérisation de l'économie et renforcer sa défense. Si la majorité de ces investissements seront réalisés par le secteur privé, les financements publics auront un rôle essentiel à jouer. Dans ce cadre, les obligations de l'Union européenne doivent être l'actif sans risque de référence pour y parvenir.

Investissements massifs à réaliser au sein de l'UE

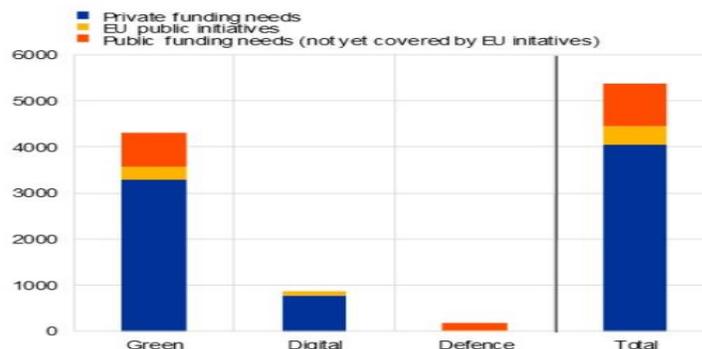
L'Union européenne doit investir plus de 5 milliards d'euros supplémentaires entre 2025 et 2031.

Pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2050, développer le numérique et accroître les dépenses dans le secteur de la défense afin d'assurer la sécurité de l'UE, dans un monde devenu moins collaboratif et de risques géopolitiques accrus, les investissements de l'UE devront être beaucoup plus importants que par le passé. Dans un article récent publié sur son blog, la BCE reprend les estimations de la Commission européenne et de l'OTAN pour en évaluer leur montant. Les investissements supplémentaires à réaliser, par rapport à la moyenne historique, sont estimés à 5,4 milliards d'euros sur la période 2025-2031. L'essentiel sera financé par le secteur privé (en bleu sur le graphique) : les entreprises, les ménages et les investisseurs, et, pour une part significative, par le secteur public : 1,3 milliards, selon les estimations de la BCE.

Le financement sera pour l'essentiel le fait du secteur privé et une part significative viendra du secteur public (1,3 milliards d'euros).

Sur ces 1,3 milliards d'euros, 400 Mds d'euros sont disponibles dans le cadre des financements de l'UE existants (en jaune sur le graphique) : le budget de l'UE, la Facilité pour la Reprise et la Résilience de Next Generation EU, la Banque européenne d'investissement et d'autres sources de financement, comme InvestEU. Cela signifie qu'il manque 900 Mds d'euros de financements publics (en rouge) pour parvenir à relever l'ensemble de ces défis.

Investissements supplémentaires nécessaires de l'UE sur 2025-2031 dans le climat, le numérique et la défense – Mds d'euros



Sources : BCE

Compte tenu de l'incertitude élevée, les auteurs appliquent une marge de +/- 20 % à leurs résultats et arrivent à une estimation d'un besoin de financement public allant de 0,6 % à 1 %

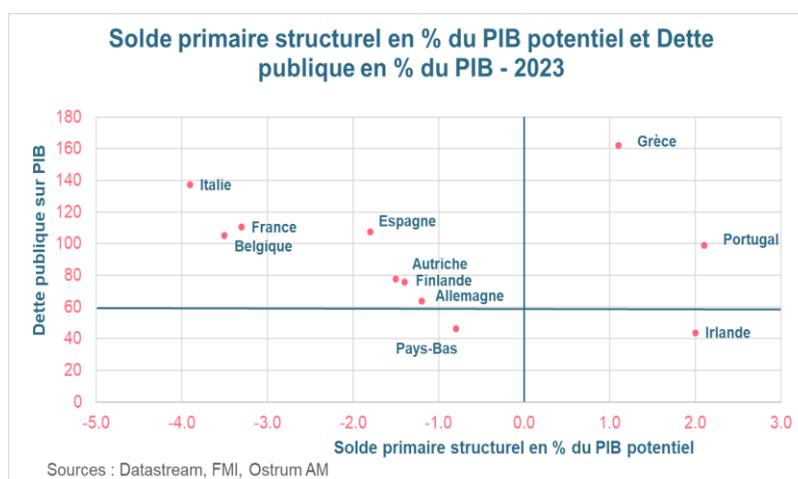
de PIB de l'UE par an. Ces estimations sont assez conservatrices, puisqu'elles ne prennent pas en compte les investissements à réaliser sur le plan de la santé et de l'éducation.

Nécessité d'un financement commun

L'atteinte des objectifs communs nécessite une hausse des investissements dans l'ensemble des pays.

Or, certains pays ne disposent pas de marges de manœuvre budgétaires suffisantes.

Ces investissements publics peuvent être financés au niveau national ou de l'UE. Les défis en matière climatique et de défense sont des objectifs communs. Si un pays ne parvient pas à l'atteindre, la situation de l'ensemble de l'UE en sera affectée. Or, les marges de manœuvre budgétaire de certains pays sont limitées, en raison d'un niveau de dette publique sur PIB élevé. Certains pays peuvent ainsi augmenter massivement leurs investissements, alors que d'autres ne sont pas en mesure de le faire, ce qui réduit l'impact de l'ensemble des dépenses effectuées au sein de l'UE et ne permet donc pas d'atteindre l'objectif commun de parvenir à la neutralité carbone et d'assurer la défense de l'UE. Le graphique ci-après montre la forte divergence entre les pays sur le plan des finances publiques. Certains pays comme la Grèce et l'Italie sont fortement endettés, contrairement aux Pays-Bas et à l'Allemagne. Cela est aggravé dans certains pays par un important déficit primaire structurel (solde budgétaire, hors dépenses d'intérêt et ajusté du cycle) comme en Italie, en France et en Belgique.



Il est nécessaire d'avoir recours au financement commun à travers les obligations de l'Union européenne.

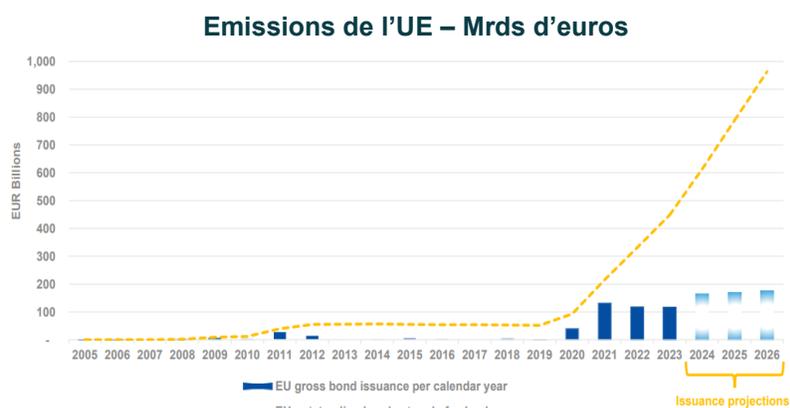
La réforme du pacte de stabilité adoptée en avril dernier permet de dégager un peu de marge de manœuvre pour les gouvernements, puisque la période d'ajustement des finances publiques peut être étendue à 7 ans, contre 4 ans autrement, si les pays réalisent les investissements nécessaires à la transition énergétique et au numérique. Cela se révèle néanmoins insuffisant. Pour atteindre l'ensemble des défis de l'UE, il est ainsi nécessaire d'avoir recours à l'endettement commun à travers les obligations de l'Union européenne.

Obligations de l'UE : cap vers l'actif sans risque de référence

L'UE est devenue un émetteur majeur

La Commission européenne émet des obligations depuis plus de 40 ans pour financer les programmes de l'UE. Les émissions ont été massives depuis 2020 à la suite des mesures d'envergure prises par les gouvernements pour faire face au choc sans précédent lié à la crise du Covid-19. Les programmes temporaires SURE et NextGeneration EU ont été un véritable

« game changer » pour le marché obligataire de l'UE.



Sources : UE, Ostrum AM

Les programmes SURE et Next Generation EU ont permis à l'UE d'émettre massivement sur les marchés obligataires.

Le programme SURE, d'un montant de 100 Mds d'euros, a été lancé en avril 2020 pour financer le chômage partiel afin de préserver les emplois et les revenus des ménages affectés par la crise du Covid-19. Il a été suivi, en 2021, du programme Next Generation EU, destiné à financer le plan de relance européen pour faire face à la crise sanitaire. Le montant peut atteindre jusqu'à 806,9 Mds d'euros (à prix courants), soit 750 Mds d'euros au prix de 2018. Si les pays réalisent les réformes et les investissements nécessaires pour rendre leur économie plus résiliente, plus verte et développer le numérique, ils peuvent bénéficier de subventions et de prêts à des taux avantageux. Les pays les plus affectés par la crise du Covid-19 reçoivent davantage de fonds. Dernièrement, la CE a lancé une facilité pour soutenir l'Ukraine, d'un montant de 50 Mds d'euros, dont 33 Mds d'euros seront financés par l'émission d'obligations.

À fin mai 2024, l'UE a émis 514 Mds d'euros, l'essentiel pour financer le programme Next Generation EU. En 2026, lorsque celui-ci sera terminé, l'UE devrait avoir émis près d'1 billion d'euros. Le marché sera ainsi de taille à peu près équivalente au marché espagnol, devenant ainsi le 5^e plus grand émetteur de l'UE.

Un actif sans risque

La dette de l'UE est très bien notée par les agences de notation.

L'UE figure parmi les émetteurs les plus sûrs de la zone euro. La dette de l'UE est notée AAA par l'agence de notation Fitch et Moody's (Aaa) et AA+ par S&P. Cette très bonne qualité résulte du fait que la dette de l'UE est adossée au budget européen. Cela permet à l'UE de se financer à des taux inférieurs au taux moyen pondéré des pays de l'UE.

Pour financer Next Generation EU, le plafond des ressources propres que chaque pays doit apporter au budget de l'UE a été temporairement relevé de 0,6 point de pourcentage de PNB, pour être porté à 2 % du PNB de l'UE. Les ressources de l'UE vont également être augmentées.

Émetteur de premier plan d'obligations vertes

L'UE se distingue des autres souverains par la taille très significative d'obligations vertes émises. Afin de bénéficier des fonds de NextGeneration EU, les pays doivent réaliser au moins 37% d'investissements et de réformes dans la transition énergétique. Pour financer ces dépenses, la CE émettra 30 % du programme de NextGeneration EU sous la forme d'obligations

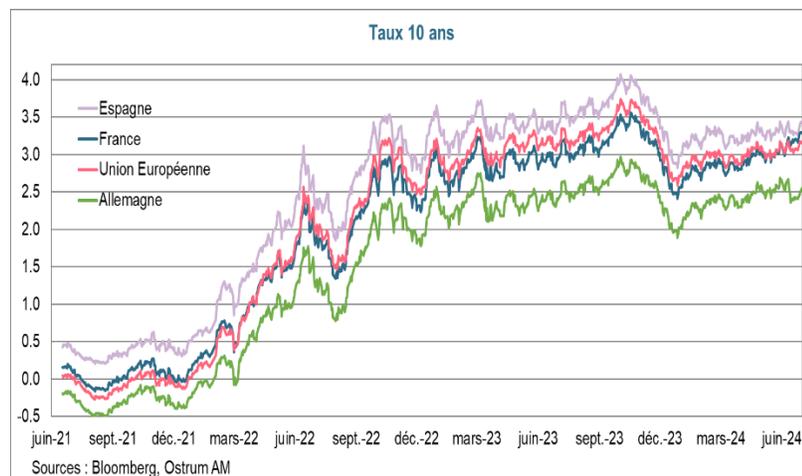
L'UE va émettre 240 Mds d'euros d'obligations vertes pour financer Next Generation EU.

vertes (240 Mds d'euros). La 1^{re} émission d'obligations vertes de l'UE a eu lieu en octobre 2021, d'une maturité de 15 ans, et d'un montant de 12 Mds d'euros, la plus importante jamais réalisée alors. Elle a été largement sursouscrite : la demande a été de 135 Mds d'euros. L'UE répond à la demande des investisseurs désireux et incités à décarboner leurs portefeuilles. À cette fin, l'UE a mis en place un cadre d'obligation verte permettant de garantir la transparence et la traçabilité des fonds. Le 1^{er} rapport d'impact a été publié en décembre 2023. En 2026, l'UE devrait devenir le 1^{er} émetteur mondial d'obligations vertes.

Passage d'obligations supranationales à obligations souveraines

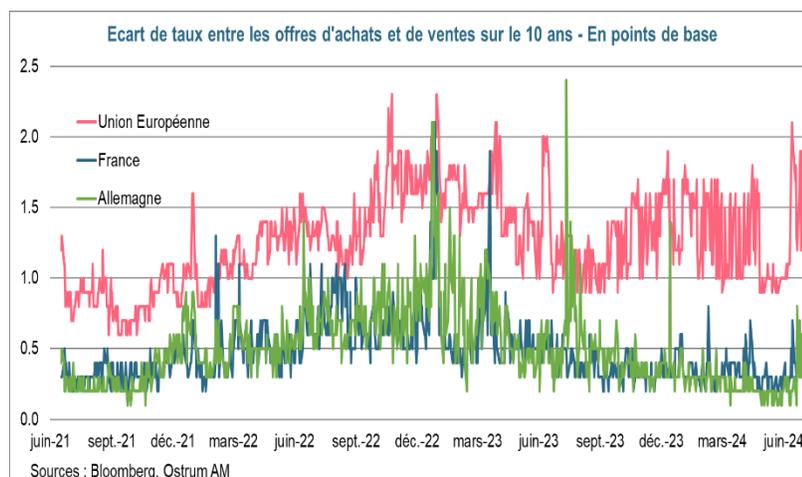
La dette de l'UE se traite à des niveaux proches de la dette française en dépit d'une meilleure notation.

En dépit d'une notation supérieure à la dette française (notée Aa2 par Moody's et AA- par S&P et Fitch), les obligations de l'UE se traitent à des niveaux de taux d'intérêt proches des obligations françaises. Le 28 juin 2024, le taux 10 ans de l'UE a clôturé à 3,2 %, contre 3,3 % pour le 10 ans français et 2,5 % pour le 10 ans allemand.



Cela résulte d'une prime de liquidité.

Cette prime est une prime de liquidité. Celle-ci n'est pas équivalente à celle des marchés obligataires allemand et français. En dépit des émissions massives sur l'ensemble de la courbe des taux, même sur la partie courte, et d'importantes transactions sur le marché secondaire, l'écart de taux entre les offres d'achats et de ventes sur le marché secondaire (bid/ask spread) est plus important pour les obligations de l'UE que pour l'Allemagne et la France.



La fin du programme Next Generation EU en 2026 crée de l'incertitude pour les investisseurs.

Cela est attribuable au fait que la courbe des taux de l'UE est récente et, surtout, à la durée limitée du programme Next Generation EU. Les émissions nettes se terminent en 2026, ce qui crée une incertitude pour les investisseurs au-delà de cette date. Les remboursements se termineront en 2058. C'est fort probablement la raison majeure pour laquelle MSCI n'a pas intégré les obligations de l'UE dans ses indices obligataires souverains, le 12 juin dernier. Les obligations de l'UE sont ainsi classifiées dans les indices comme des obligations supranationales (comme celle de la Banque européenne d'investissement) et non pas comme des obligations souveraines. MSCI réexaminera cette problématique au cours du 1^{er} semestre 2025. Le fournisseur d'indice ICE doit quant à lui se prononcer début août.

L'inclusion de la dette UE dans les indices souverains permettrait aux obligations de l'UE de traiter comme des obligations souveraines.

L'inclusion des obligations de l'UE dans les indices souverains européens se traduirait par une hausse massive des flux d'achats, et donc de la demande et de la liquidité, puisque les gérants chercheront à obtenir dans leurs portefeuilles la même composition que celle de l'indice de référence. Une étude de la CE révèle que pour 75 % des investisseurs, l'intégration des obligations UE dans les indices obligataires de référence est l'étape la plus importante pour qu'elles soient traitées comme des obligations souveraines.

Conclusion

Afin de financer les investissements massifs pour répondre aux défis de l'UE, un financement public commun se révèle nécessaire, en raison de capacités limitées d'endettement de certains pays. Des discussions sont à l'œuvre entre les gouvernements sous l'impulsion de la France, sans parvenir à de réelles avancées pour le moment. La poursuite d'émissions massives de l'UE au-delà de Next Generation EU permettra d'accroître la confiance des investisseurs, de favoriser l'intégration des obligations UE dans les indices de référence et d'accroître la liquidité du marché. Les obligations de l'UE seront ainsi l'actif sans risque de référence nécessaire à relever les défis climatique, numérique et de défense au sein de l'Union européenne.

Aline Goupil-Raguénès

- **La revue des marchés**

Une fin de semestre troublée

Le premier semestre s'achève sur un bilan très positif sur les actions mondiales, malgré la volatilité induite par le risque politique. Les taux longs remontent de 40 à 60 pb à l'exception du 10 ans chinois en baisse de 35 pb. Sur les marchés du crédit, l'essentiel du resserrement depuis le début d'année s'est maintenu.

La chappe de plomb politique continue de paralyser les intervenants dans la perspective du premier tour des législatives en France. Aux États-Unis, le débat entre Trump et Biden apporte son lot d'incertitudes du côté démocrate. La pentification des courbes traduit une réduction du risque sur les maturités longues. Le retour du Bund vers 2,45 % n'est donc pas synonyme de détente et de moindre aversion pour le risque. Le T-note se cale sur 4,30 %. L'OAT à 10 ans marque de nouveaux plus hauts à la veille du scrutin à 83 pb. Le crédit se resserre légèrement, sachant que la clôture trimestrielle et le contexte politique sont peu propices à la prise de risques. Parallèlement, la spirale baissière du yen semble sans fin. Le dollar-yen repasse au-dessus de 160, alimentant en retour la pression baissière sur le yuan.

La croissance américaine ressort finalement à 1,4 % au 1^{er} trimestre. La consommation privée a été révisée à un maigre 1,5 %, conformément à la faiblesse des ventes au détail. En revanche, l'investissement productif reste bien orienté. La hausse de 16 % de l'investissement en logement laisse espérer un rebond des dépenses des ménages. Le solde extérieur a pesé à hauteur de 0,7 pp. L'activité devrait s'améliorer vers 2 %-2,5 % au 2^e trimestre, avec la reconstitution des stocks. En Europe, les enquêtes fléchissent en fin de trimestre. L'incertitude politique n'arrange rien. Toutefois, la désinflation graduelle induit un redressement du pouvoir d'achat. L'inflation harmonisée se situe à 2,6 % en France et 3,5 % en Espagne. Les anticipations se modèrent toutefois à l'horizon de 3 ans (2,3 %).

Sur les marchés, la remontée des taux longs n'est pas le signe d'une détente. Le risque politique est dans tous les esprits. Le Bund s'échange vers 2,45 %. L'OAT française à 10 ans est sous pression à 83 pb, alors que l'AFT annonce une baisse du montant à emprunter le 4 juillet prochain. L'agence s'évertue à combler les besoins des SVT. Les swap spreads s'échangent au-delà de 40 pb à 2 ans et 5 ans. Le BTP termine la semaine sur une note négative à 158 pb. Les points morts d'inflation (2 % sur le Bund à 10 ans) continuent d'ignorer le rebond du brut (86 \$). Aux États-Unis, le déflateur de la consommation est conforme aux projections issues de l'IPC. La désinflation lente abaisse graduellement le plafond sur les rendements obligataires. Les perspectives budgétaires au-delà de l'élection de novembre laissent entrevoir une pentification de la courbe des taux.

Les emprunteurs ont mis à profit la dernière fenêtre d'émissions avant les élections françaises et les marchés plus creux de l'été. Le léger élargissement des spreads assurait une demande correcte dans l'univers investment grade. L'asset swap spread moyen revient sous 80 pb. Les financières subordonnées surperforment. L'iTraxx IG est stabilisé au-dessus de 60 pb. Les rachats de protection sur l'iTraxx crossover se modèrent autour de 325 pb. Les marchés d'actions restent dominés par la technologie américaine. La sous-performance du CAC (-1,1 %) se maintient face aux principaux indices européens. Le Nikkei bénéficie encore de la faiblesse du yen.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	1-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.91%	+11	-18	+51
EUR Bunds 10a	2.58%	+16	-8	+56
EUR Bunds 2s10s	-33.6bp	+5	+10	+5
USD Treasuries 2a	4.76%	+4	-11	+51
USD Treasuries 10a	4.44%	+21	-6	+56
USD Treasuries 2s10s	-32.2bp	+17	+5	+5
GBP Gilt 10a	4.25%	+17	-7	+71
JPY JGB 10a	1.06%	+7	-7	-31
EUR Spreads Souverains (10a)	1-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	74bp	-2	-6	+21
Italie	150bp	-2	-8	-17
Espagne	87bp	+1	-5	-9
Inflation Points-morts (10a)	1-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.23%	0	-3	+9
USD 10a Inflation Swap	2.56%	+8	-3	+15
GBP 10y Inflation Swap	3.66%	+3	-11	+13
EUR Indices Crédit	1-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	120bp	-1	+11	-18
EUR Agences OAS	72bp	+0	+16	+2
EUR Obligations sécurisées OAS	69bp	+0	+10	-10
EUR High Yield Pan-européen OAS	370bp	-1	+33	-29
EUR/USD Indices CDS 5a	1-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	58bp	-3	+6	-1
iTraxx Crossover	309bp	-9	+18	-5
CDX IG	52bp	-1	+2	-5
CDX High Yield	339bp	-1	+4	-17
Marchés émergents	1-juil.-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	391bp	-4	+16	+7
Devises	1-juil.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.076	0.224	-1.348	-2.6
GBP/USD	\$1.269	0.000	-0.953	-0.4
USD/JPY	JPY 161	-1.054	-3.248	-12.6
Matières Premières	1-juil.-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$85.9	\$0.7	\$5.0	13.2
Or	\$2 331.7	-\$2.9	-\$19.0	13.0
Indices Actions	1-juil.-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 464	0.30	3.54	14.6
EuroStoxx 50	4 951	0.01	-0.65	9.5
CAC 40	7 617	-1.17	-4.70	1.0
Nikkei 225	39 631	2.13	2.97	18.4
Shanghai Composite	2 995	1.07	-2.98	0.7
VIX - Volatilité implicite	13.04	-2.18	0.93	4.7

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 ...01/07/2024

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

Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS