Ostrum ASSET MANAGEMENT

MyStratWeekly

Analyse et stratégie hebdo des marchés

N° 207 / **26 mai 2025**

Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

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

Le thème de la semaine : Un budget BBB après la perte du AAA

par Axel Botte

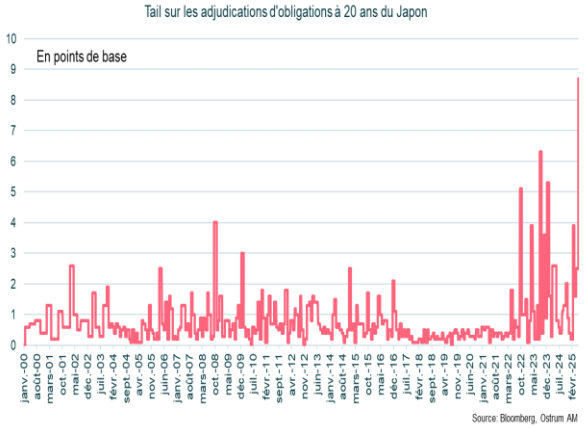
- La dégradation de la dette américaine par Moody's à Aa1 devrait recentrer l'attention du marché sur les négociations en cours concernant le déficit, le "One Big Beautiful Bill" aggravant les risques budgétaires et créant une incertitude quant à la demande étrangère pour les bons du Trésor américain ;
- Les politiques fiscales actuelles devraient ajouter plus de 20 trillions de dollars à la dette nationale au cours de la prochaine décennie, le CBO prévoyant un déficit moyen d'environ 6 % du PIB, totalisant environ 22 trillions de dollars ;
- Le projet de loi fiscal proposé comprend des réductions permanentes des taux d'imposition, l'élimination temporaire des taxes sur les pourboires et les heures supplémentaires, ainsi qu'une augmentation de 4 billions de dollars du plafond de la dette ;
- Malgré la dégradation, la demande étrangère pour les Treasuries ne devrait pas s'effondrer, la liquidité et la sécurité de ces obligations demeurent inégalées sur le marché mondial. Cela étant, la remontée des rendements à long terme partout dans le monde intensifiera la concurrence entre les pays pour attirer l'épargne.

La revue des marchés : Tensions on global long-term rates

par Axel Botte

- Etats-Unis : le budget fait s'envoler les taux longs, entrainant une hausse mondiale des rendements ;
- Donald Trump ravive la guerre tarifaire menaçant l'Europe d'une taxe de 50 % dès juin ;
- Calme relatif sur le crédit et les dettes souveraines ;
- Les actions sous pression des tarifs en fin de semaine.

Le graphique de la semaine



Les rendements sont en hausse à l'échelle mondiale et il devient de plus en plus difficile pour les gouvernements d'attirer l'épargne. Cela est également vrai au Japon, malgré des excédents d'épargne significatifs dans l'économie. La Banque du Japon ne procède plus à des achats nets d'obligations d'État japonaises (JGB) et les pressions inflationnistes domestiques ont augmenté ces dernières années.

Dans ce contexte, les enchères obligataires attirent moins de demande, ce qui se traduit par des queues plus longues lors des transactions sur les obligations à long terme. La queue présentée dans le graphique ci-contre représente l'écart de rendement entre le rendement le plus élevé payé lors de l'enchère et la moyenne. Plus la queue est longue, plus l'enchère est difficile. La queue de la dernière vente d'obligations à 20 ans était remarquablement élevée, dépassant les 8 points de base.

Le chiffre de la semaine

0,4%

La croissance allemande surprend favorablement au 1er trimestre (+0,4 %) grâce au rebond de la consommation des ménages et à la bonne tenue de l'investissement.
Source : Bloomberg.

Le thème de la semaine

Un budget BBB après la perte du AAA

Le mouvement de pentification haussière de la courbe des taux américains, par suite de la dégradation de la note par Moody's, ne provient pas de ventes forcées, mais de craintes renouvelées des investisseurs concernant le déficit. Ce "*Big Beautiful Bill*" ou budget BBB devrait maintenir les investisseurs dans l'incertitude quant à la trajectoire budgétaire et au risque d'une baisse de la demande étrangère pour les bons du Trésor américain.

Le déficit fédéral déjà préoccupant *avant* même le budget de Trump

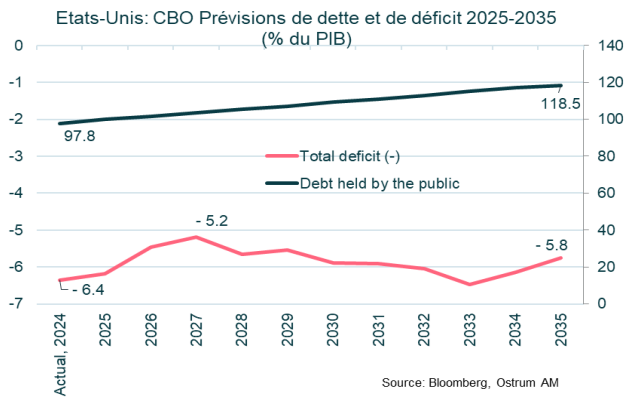
20 billions de $ de dette supplémentaire dans la prochaine décennie, voire davantage

Alors que les discussions autour du projet de budget s'intensifient, il est utile de rappeler que la trajectoire actuelle de la dette américaine. Les mesures budgétaires en cours accroîtront la dette de plus de 20 billions de dollars sur 10 ans si les réductions d'impôts et d'autres mesures d'allègement expirent comme prévu. La législation en débat au Congrès intègre un stimulus fiscal supplémentaire, aggravant ainsi la situation future des finances publiques. Selon les projections du Congressional Budget Office (CBO), les déficits devraient avoisiner 6 % du PIB en moyenne au cours des dix prochaines années, soit un cumul considérable de 22 billions de dollars. La dette détenue par le public (hors détentions internes) devrait donc augmenter de plus de 20 points de pourcentage du PIB. Rappelons que les prévisions de croissance économique du CBO excluent la possibilité d'une récession ; en cas de récession, les déficits augmentent mécaniquement en raison des stabilisateurs automatiques liées à la baisse des recettes fiscales et à l'augmentation de certaines dépenses, notamment les allocations chômage. Les taux d'intérêt moyens sur la dette sont prévus en légère hausse, passant de 3,3 % en 2024 à 3,6 % d'ici 2035. Sur ce point également, les prévisions du CBO risquent de s'avérer trop optimistes.

Dégradation de la note américaine : un contexte différent cette fois-ci ?

Moody's rejoint Fitch et S&P sur la note souveraine américaine

Le 16 mai 2025, Moody's a abaissé la note de crédit des États-Unis de Aaa à Aa1, rejoignant S&P et Fitch qui avaient respectivement réduit leurs notations à AA+ le 5 août 2011 et le 1er août 2023. Cette dégradation a été principalement motivée par le renouvellement anticipé du Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) de 2017, ne semblant pas suffisamment compensé par les réductions de dépenses envisagées. Malgré la dégradation d'un cran de la notation, la taille de l'économie américaine et le statut du dollar en tant que monnaie de réserve sans équivalent continuent de soutenir la notation souveraine, tout comme la séparation des pouvoirs au sein du



Congrès et l'indépendance de la Réserve fédérale. Cependant, les commentaires de Moody's constituent des menaces à-peine voilées, suggérant que de nouvelles attaques contre les institutions américaines pourraient entraîner des dégradations supplémentaires.

La décision de Moody's intervient quelques semaines après que l'administration Trump ait évoqué l'idée d'une restructuration de la dette, sous la forme d'un échange de bons existants détenus par des étrangers contre de nouvelles obligations à long terme de 100 ans. Le plan de restructuration échafaudé par Stephen Miran n'a pas contribué à renforcer la confiance des investisseurs envers la qualité de crédit des États-Unis. Un échange de dette coercitif serait immanquablement synonyme de défaut de paiement pour les agences de notation. Contrairement aux situations de 2011 et 2023, les investisseurs en obligations du Trésor, notamment les créanciers étrangers, semblent davantage se soucier des trajectoires de la dette et des déficits américains. Début avril, les baisses simultanées du dollar, des obligations et des actions américaines en réaction à la guerre tarifaire, avaient été qualifiées de « Sell America Trade». Ce lundi 19 mai, l'ouverture des marchés asiatiques et européens a ravivé ce triple mouvement de vente des actifs américains.

Big Beautiful Bill, un budget BBB

Un budget BBB? Baisses d'impôts conséquentes insuffisamment compensées par les coupes budgétaires

Le projet de loi fiscal proposé repose sur plusieurs promesses de campagne de Trump, incluant des réductions permanentes des taux d'imposition et l'élimination temporaire des impôts sur les pourboires et les heures supplémentaires, ainsi qu'une augmentation de 4 billions de dollars du plafond de la dette (cette question peut être traitée séparément). Les questions non résolues concernant la déduction SALT (réduction d'impôt liées aux impôts locaux : State And Local Tax) et les réductions de dépenses proposées pourraient compromettre la proposition républicaine. Les législateurs conservateurs exigent une élimination rapide des crédits d'impôt pour les énergies propres, tandis que le "SALT Caucus" plaide pour une augmentation des déductions fiscales pour les impôts d'État et locaux. Pour compenser la perte de revenus, les républicains de la Chambre proposent des coupes importantes dans divers programmes, y compris des réductions des crédits de l'Inflation Reduction Act (IRA) et un resserrement des critères d'éligibilité à Medicaid. Les réductions proposées, totalisant environ 1,5 trillion de dollars, visent principalement Medicaid, ce qui pourrait entraîner la perte d'assurance santé pour au moins 8,6 millions de personnes, voire jusqu'à 13 millions d'ici 2034. Les discussions détermineront également si de nouvelles mesures populistes, telles que les comptes MAGA, sont incluses. De plus, les revenus des tarifs ne sont pas inclus dans le projet de loi budgétaire (cela n'est pas possible dans le cadre de la procédure de réconciliation). Il reste à savoir combien de temps les tarifs resteront en vigueur ; le taux effectif moyen des droits de douane sur les importations est d'environ 13 %. La taxe sur les importations pourrait générer environ 200 milliards de dollars par an, si elle est maintenue et correctement appliquée (ce qui reste à prouver).

Ainsi, selon la plupart des estimations, le projet de loi budgétaire augmentera considérablement le déficit au cours des dix prochaines années. Le Joint Committee on Taxation projette qu'il coûtera 3,7 billions de dollars sur une décennie. Le Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) estime que la dette nationale augmentera de 3,3 billions de dollars, intérêts inclus, ou de 5,2 billions de dollars si ses dispositions temporaires sont rendues permanentes. Pour l'exercice 2027, première année où les politiques seraient pleinement en vigueur, le CRFB anticipe que le déficit fédéral en

hausse de près de 600 milliards de dollars, portant le déficit budgétaire à 6,9 % du PIB.

One Big Beautiful Bill

	Comité de la Chambre des Représentants	Procédure de Reconciliation 2025-2034	Impact sur le déficit estimé par le CBO 2025-2034
Mesures augmentant le déficit	"Ways & Means" incluant le TCJA	$4 500	$4 500
	Justice	$110	$110
	Armée	$100	$144
	Sécurité nationale	$90	$67
Mesures réduisant le déficit	Energie & Commerce	-$880	-$880
	Education & Travail	-$330	-$330
	Agriculture	-$230	-$230
	Supervision & réforme du gouvernement	-$50	-$51
	Transport & Infrastructure	-$10	-$37
	Services financiers	-$1	-$5
	Ressources naturelles	-$1	-$1
Impact net (augmentation +)		$3 298	$3 287

Source: CBO

Le rejet récent du budget par la Chambre a souligné les incertitudes concernant le calendrier de son adoption. Les questions en suspens — y compris les déductions SALT et les coupes dans Medicaid — posent de sérieux défis à l'agenda législatif républicain. Les républicains de la Chambre espèrent voter à nouveau cette semaine, puis le Sénat devra examiner le projet, qui sera renvoyé à la Chambre pour un vote final en cas d'amendements. Les républicains de la Chambre visent à finaliser le processus de réconciliation d'ici le 4 juillet, avec comme date limite le 30 septembre, date de fin de l'exercice fiscal 2025. Dans le même temps, le secrétaire au Trésor, Scott Bessent, demande au Congrès de suspendre ou d'augmenter le plafond de la dette d'ici la mi-juillet, avant la pause estivale. Selon le Trésor américain, les mesures extraordinaires prendront fin à un moment donné en août.

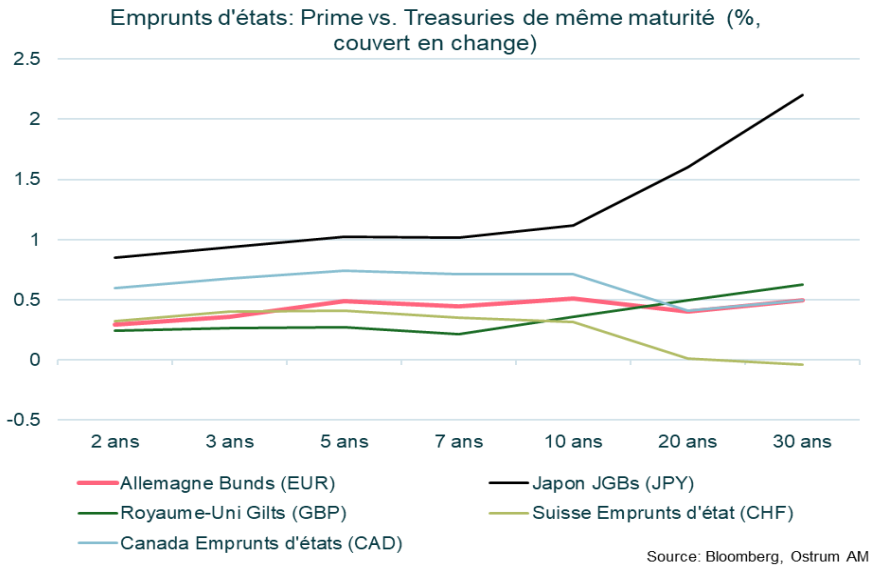
La demande étrangère pour les obligations américaines

Les Treasuries sont irremplaçables, mais la concurrence des titres étrangers s'intensifie avec la remontée des rendements à long terme

La dégradation de la note de la dette américaine par Moody's ne devrait pas, en soi, modifier la demande étrangère pour les bons du Trésor. Les entités étrangères détiennent moins de 30 % des bons du Trésor totaux, soit environ 9 billions de dollars. Il n'existe pas d'alternative évidente à la dette américaine. La liquidité et la sécurité offertes par les obligations du Trésor américain n'ont pas d'égal, que ce soit pour des besoins d'investissement ou de collatéral.

Cela dit, les avoirs nets en bons du Trésor des investisseurs asiatiques ont diminué en mars, en raison d'une baisse de 19 milliards de dollars en provenance de la Chine. Certains investisseurs de Hong Kong ont signalé leur intention de se désengager des obligations américaines avec la perte du AAA. Les institutions japonaises détiennent plus de 1,1 billion de dollars de bons du Trésor, mais la hausse des rendements sur les obligations japonaises pourrait provoquer des flux de rapatriement. Le rendement des obligations japonaises à 30 ans dépasse en effet désormais 3,10 %.

La concurrence pour attirer l'épargne mondiale ne fait que commencer. Le tableau ci-dessous illustre le rendement supplémentaire des bons du Trésor américain couverts en devises (FX-hedged) par rapport aux obligations gouvernementales locales pour les investisseurs utilisant l'EUR, la GBP, le JPY, le CHF et le CAD comme monnaies de référence. Dans cet exemple, la couverture en devises est effectuée pour une période de 3 mois. Actuellement, les obligations japonaises à 30 ans (JGBs) offrent une forte incitation au rapatriement de capitaux.



Source: Bloomberg, Ostrum AM

Conclusion

La décision de Moody's de réduire la note des États-Unis à Aa1 n'est qu'un symptôme des préoccupations largement répandues concernant la soutenabilité de la dette. Le projet de budget actuellement en discussion au Congrès s'aligne étroitement sur les promesses de campagne de Donald Trump. Ce projet augmentera la dette fédérale de plus de 20 billions de dollars au cours de la prochaine décennie, et même davantage si la croissance économique américaine faiblit. L'attrait des obligations du Trésor américain diminue aussi à mesure que les rendements à long terme augmentent à l'échelle mondiale. La concurrence pour le capital mondial ne fera qu'intensifier.

Axel Botte

La revue des marchés

Tensions mondiales sur les taux longs

Le budget américain alimente les tensions sur les taux longs mondiaux (le T-bond à 30 ans s'échange à 5 %), y compris au Japon où le 30 ans dépasse les 3,10 %. Les spreads ignorent néanmoins la pression haussière alors qu'un calme précaire prévaut sur les actions, bientôt remis en cause par la communication erratique de Trump sur les tarifs.

Après la trêve tarifaire, l'attention des investisseurs se tourne de nouveau vers la situation des finances publiques aux Etats-Unis. La dérive budgétaire induit une pression à la hausse sur les taux longs sans impact démesuré, à ce stade, sur les actifs risqués. Les spreads souverains et de crédit sont stables. La question essentielle est de savoir quel niveau de taux long provoquerait une récession et élargirait les primes de risque. Le dollar a repris le chemin de la baisse. Le seul levier restant pour Donald Trump pour influer sur les taux à long terme est… de relancer la menace tarifaire tous azimuts, sur Apple à hauteur de 25 % ou sur l'UE qui pourrait subir une taxe de 50 % à partir du 1er juin. Bref, la toile de fond budgétaire se trouve entrecoupée d'injonctions trumpiennes vectrices de volatilité.

Les publications américaines dépeignent un ralentissement. L'indicateur de la Fed de Chicago, intégrant 85 publications, fléchit en avril tout en restant supérieur au niveau de récession (-0,25 vs. -0,70). L'immobilier résidentiel reste faible avec un nombre de transactions limité à 4,7 millions au total. Les premiers signes d'un ralentissement des prix du logement apparaissent. Par ailleurs, la qualité de crédit du consommateur inquiète. Le moratoire sur la dette étudiante étant terminé, les défauts remontent à 8 % au 1er trimestre. Les retards de paiement de 90 jours et plus sur les cartes de crédit (12 %) ou les prêts automobiles (5 %) atteignent des niveaux inconnus depuis 2011… alors que le chômage est de 4,2 % et que les salaires réels progressent. En zone euro, la croissance allemande a été révisée à 0,4 % au 1er trimestre grâce à la bonne tenue de la consommation et de l'investissement. Le solde extérieur s'améliore aussi. En revanche, les enquêtes de mai (IFO, PMI, INSEE) sortent en ordre dispersé, ce qui préfigure une croissance moindre au 2ème trimestre. En Chine, l'allégement monétaire se poursuit. La consommation a déçu en avril (+5,1 %) alors que la production industrielle augmente de 6,1 %. L'investissement direct étranger en Chine ne s'est pas encore redressé (-10,9% sur la période janvier-avril par rapport à 2024).

Les discussions budgétaires entretiennent une forte pression haussière sur les rendements réels longs. Les swap spreads intègrent aussi ce risque de crédit américain (-90 pb à 30 ans). Le 30 ans japonais est au sommet depuis les années 90. La communication de Trump semble encore déclencher des retournements à la baisse des taux mais, en général, l'arme s'use quand on en abuse. Le T-note a pointé au-delà de 4,60 % après les adjudications du Trésor difficiles avant de replonger sous 4,50 % vendredi. Le Bund touche son sommet hebdomadaire proche de 2,70 %. Les spreads souverains s'avèrent peu sensibles à la volatilité des taux. Sur le crédit, l'iTraxx crossover sera le premier à réagir à la remontée de la volatilité actions. Les spreads sur le crédit IG en euros sont plus stables autour de 90 pb. Les actions terminent la semaine sur une note très négative. Seuls les services publics surnagent. La politique tarifaire affecte davantage les marges bénéficiaires que la qualité de crédit.

Axel Botte

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	26-mai-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Bunds 2a	1.8%	-5	+8	-29
EUR Bunds 10a	2.59%	+0	+12	+22
EUR Bunds 2s10s	79.1 bp	+5	+4	+51
USD Treasuries 2a	3.99%	-1	+12	-25
USD Treasuries 10a	4.51%	+3	+13	-6
USD Treasuries 2s10s	51.6 bp	+4	+1	+19
GBP Gilt 10a	4.68%	+3	+13	+11
JPY JGB 10a	1.52%	+3	+3	+2
EUR Spreads Souverains (10a)	**26-mai-25**	**-1sem (pb)**	**-1m(pb)**	**2025 (pb)**
France	68 bp	+1	-4	-15
Italie	101 bp	0	-11	-15
Espagne	62 bp	0	-5	-7
Inflation Points-morts (10a)	**26-mai-25**	**-1sem (pb)**	**-1m(pb)**	**2025 (pb)**
EUR 10a Inflation Swap	1.92%	-2	+2	-1
USD 10a Inflation Swap	2.5%	-1	+7	+4
GBP 10y Inflation Swap	3.32%	+8	+2	-21
EUR Indices Crédit	**26-mai-25**	**-1sem (pb)**	**-1m(pb)**	**2025 (pb)**
EUR Credit IG OAS	104 bp	+3	-4	+2
EUR Agences OAS	53 bp	+3	+0	-9
EUR Obligations sécurisées OAS	50 bp	+3	+0	-6
EUR High Yield Pan-européen OAS	350 bp	+11	-21	+32
EUR/USD Indices CDS 5a	**26-mai-25**	**-1sem (pb)**	**-1m(pb)**	**2025 (pb)**
iTraxx IG	61 bp	+4	-5	+3
iTraxx Crossover	315 bp	+14	-26	+1
CDX IG	60 bp	+4	-8	+10
CDX High Yield	369 bp	+20	-41	+57
Marchés émergents	**26-mai-25**	**-1sem (pb)**	**-1m(pb)**	**2025 (pb)**
USD JPM EMBI Global Div. Spread	332 bp	+4	-22	+6
Devises	**26-mai-25**	**-1sem (%)**	**-1m(%)**	**2025 (%)**
EUR/USD	$1.138	1.264	-0.298	9.9
GBP/USD	$1.356	1.520	1.081	8.3
USD/JPY	JPY 143	1.470	-0.385	10.1
Matières Premières	**26-mai-25**	**-1sem ($)**	**-1m($)**	**2025 (%)**
Brent	$64.9	-$0.6	-$0.9	-11.4
Or	$3 327.7	$95.8	-$9.1	26.8
Indices Actions	**26-mai-25**	**-1sem (%)**	**-1m(%)**	**2025 (%)**
S&P 500	5 803	-2.61	5.02	-1.3
EuroStoxx 50	5 406	-0.40	4.88	10.4
CAC 40	7 829	-0.69	3.88	6.1
Nikkei 225	37 532	0.09	5.11	-5.9
Shanghai Composite	3 347	-0.62	1.57	-0.1
VIX - Volatilité implicite	20.45	12.73	-17.67	17.9

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 …26/05/2025

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.