

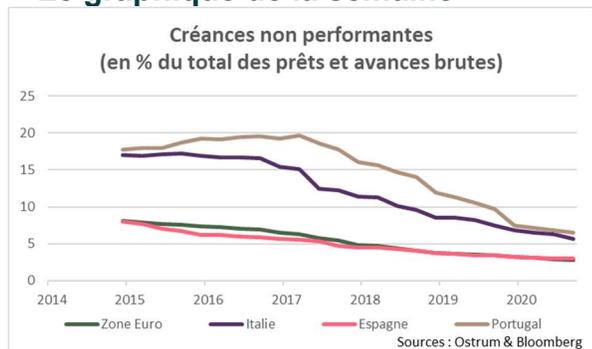
● Le thème de la semaine : plaider pour l'Italie

- Les problèmes italiens sont notoires : dette publique très élevée, croissance anémique, population vieillissante, etc...
- Ce papier se concentre uniquement sur certains aspects positifs souvent sous-estimés : une position extérieure solide, une gestion budgétaire conservatrice, des taux qui sont devenus favorables, etc...
- Une vue plus positive des, avec des taux plus bas, pourrait faire beaucoup pour placer l'Italie sur un chemin plus positif. C'est pourquoi, aussi, l'arrivée de Mario Draghi est cruciale.

● La revue des marchés : De la sensibilité des actions aux taux

- Le T-note casse le seuil d'1,30%, pressions à la pentification
- Les valeurs de croissance décrochent...
- ... malgré des publications trimestrielles encourageantes
- Crise énergétique aux Etats-Unis, nouvelle hausse du brut

● Le graphique de la semaine



La BCE vient de publier les données de créances douteuses des banques en Europe pour le troisième trimestre 2020.

Pour la Zone Euro, le taux est passé de 8,1 % fin 2014 (premier chiffre de la série) à 2,8 % au T3 2020, une baisse des deux tiers. La baisse en Italie (de 17,0 % à 5,6 %), en Espagne (de 8,0 % à 3,0 %) ou au Portugal (de 17,8 % à 6,5 %) sont de la même ampleur.

Il faut toutefois relativiser ces bonnes nouvelles. Le taux de créance douteuses est un indicateur retardé, il est clair que la crise du Covid devrait pousser ces chiffres à la hausse. D'autre part ces agrégats nationaux cachent une très grande disparité au niveau des banques).

● Le chiffre de la semaine

150

Source : Ostrum AM

150 pb, c'est la pente entre les taux 5 et 30 ans aux Etats-Unis, limite dépassée la semaine dernière. Et même 156 pb vendredi dernier. Il faut remonter à août 2014 pour trouver un niveau similaire.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés

● **Thème de la semaine**

Plaidoyer pour l'Italie

Les problèmes italiens sont connus et largement commentés. Ce papier se concentre uniquement sur certains aspects positifs souvent sous-estimés : une position extérieure solide, une gestion budgétaire conservatrice, des taux qui sont devenus favorables, etc... La situation italienne est indiscutablement difficile mais elle est moins catastrophique que souvent mentionné.

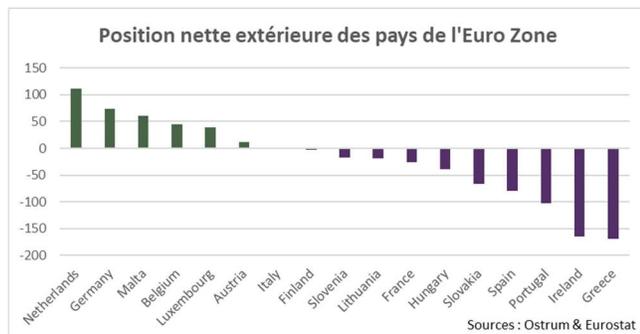
Les problèmes économiques de l'Italie sont connus et largement commentés : une dette publique très élevée, une croissance anémique, une population vieillissante, une administration pléthorique et inefficace. La litanie est connue. Cet article essaye de prendre le contrepied de cette vue, qui trop souvent ressemble à un portrait charge. Il existe un certain nombre d'aspects encourageants sur l'économie italienne et nous prenons le parti, ici, de se concentrer uniquement sur ces aspects.

Position extérieure solide

Si la dette publique italienne est très élevée depuis longtemps, il y a une différence fondamentale avec, par exemple la Grèce. La position extérieure de l'Italie est quasiment à l'équilibre.

La position extérieure reflète la situation patrimoniale d'une économie vis-à-vis de l'extérieur. Elle est calculée comme la différence des avoirs extérieurs d'un pays moins ses engagements, c'est donc la dette nette d'un pays vis-à-vis le reste du monde : elle représente donc le patrimoine ou l'endettement net des résidents vis-à-vis du reste du monde.

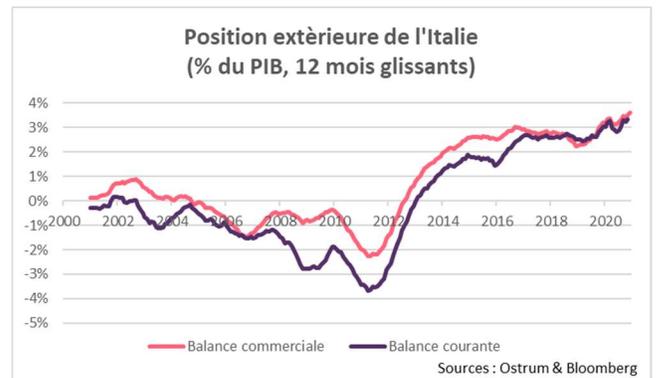
Le graphique ci-dessous donne l'état de la situation pour les pays de la zone euro (données T3 2020 publiées par Eurostat).



La position nette de l'Italie est en fait positive, certes d'un tout petit 0,2 %. Mais c'est mieux que la position de la

France, un déficit de 26 % du PIB, rien de dramatique, ou de la position des autres périphériques, un déficit de 79 % pour l'Espagne, 101 % pour le Portugal et, hors catégorie, de la Grèce à 170 %.

Comment en est-on arrivé là ? La variation de la position extérieure nette dépend essentiellement de la balance des paiements : un compte courant positif et le pays augmente ses avoirs à l'étranger, un compte courant négatif et le pays s'endette vis-à-vis de l'extérieur. Hors l'Italie n'a jamais eu de déficit extérieur important, son stock de dette vis-à-vis de l'extérieur n'a donc jamais progressé de manière alarmante. A la suite de la crise de 2009, les comptes courants extérieurs se sont retournés très nettement. C'est d'ailleurs surtout grâce à une austérité domestique importante plutôt que grâce à des exportations très dynamiques. Depuis cette date donc, la position nette italienne s'améliore, et a doucement convergé vers l'équilibre.



Pourquoi est-ce important ? D'une part parce que la position nette extérieure des pays participe grandement à leur fragilité en cas de crise. La Banque de France, en analysant la crise souveraine de la dernière décennie, notait d'ailleurs cet aspect dans une étude.

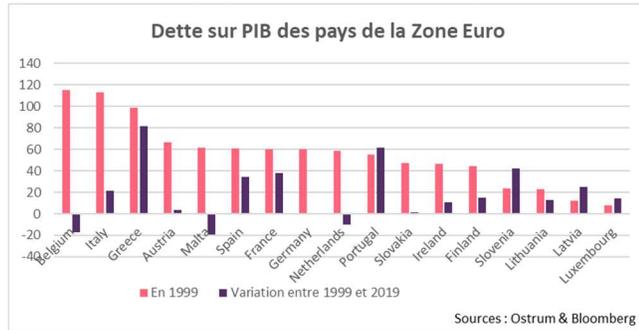
Autre point, une restructuration de la dette italienne devient quasiment inutile. Un défaut de la Grèce est très utile (pour la Grèce s'entend), puisque la Grèce améliore sa situation (moins de dette à rembourser) au détriment de ses créanciers étrangers. Bien sûr il y a un effet réputationnel qui dure de longues années et constitue donc un coût pour le financement futur. Pour simplifier, un défaut dans le cas de la Grèce revient à un transfert de richesse des investisseurs étrangers vers la Grèce. Dans le cas de l'Italie ce transfert sera beaucoup plus faible, pour ne pas dire inexistant, puisque la position nette extérieure est nulle. Un défaut serait surtout un transfert de richesse de l'Italie ... vers l'Italie.

Une gestion budgétaire conservatrice

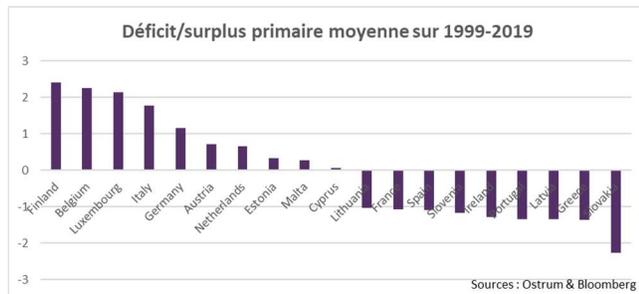
Le niveau de dette publique est bien sûr très élevé. Mais il y a un point important à souligner c'est que ce stock est essentiellement un héritage d'une politique dispendieuse avant l'introduction de l'euro. Depuis, la gestion des finances publiques a été très prudente.

Les chiffres montrent qu'en 1999 l'Italie, avec une dette sur MyStratWeekly – 22/02/21 - 2

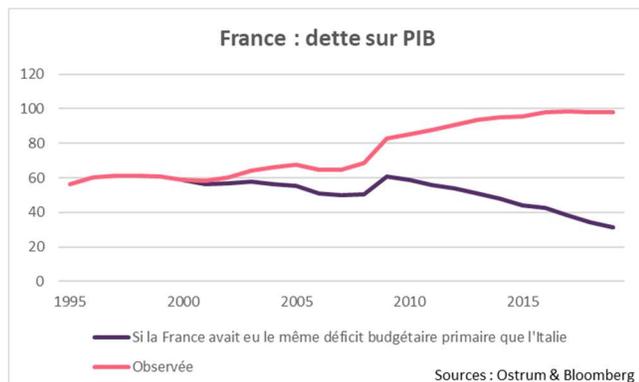
PIB de 113 %, était clairement parmi les mauvais élèves. En revanche sur les 20 ans qui ont suivis, le ratio n'a progressé que de 21 %, ce qui place l'Italie dans la moyenne.



Pour en arriver là, avec une croissance très faible, il a donc fallu une gestion budgétaire sérieuse. Et en effet, le surplus primaire de l'Italie (le déficit ou surplus primaire est le déficit hors charges d'intérêts) a été un des plus élevés sur les 20 dernières années. Les gouvernements italiens successifs ont poursuivi une politique budgétaire très rigoureuse depuis l'entrée dans l'Euro, en fait depuis 1995. Les excédents primaires cumulés depuis 1999 représentent 37,3 % du PIB !



Pour illustrer notre propos nous avons pris l'exemple d'un autre pays, au hasard nous avons choisi la France : qu'elle aurait été la trajectoire de la dette si la France avait eu la politique budgétaire de l'Italie. La réponse est sans ambiguïté, au lieu d'une dette sur PIB de 98,1 % en 2019, la France aurait été à 31,4 %.



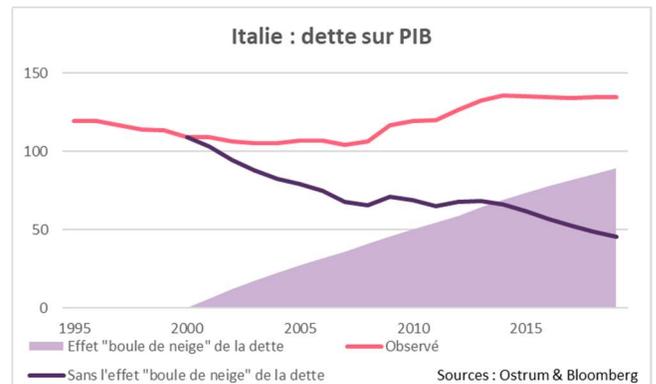
La conclusion est que l'Italie ne manque pas d'orthodoxie budgétaire, bien au contraire sur le quart de siècle passé. Elle manque plutôt de croissance.

Taux d'intérêt

Plus intéressant les taux d'intérêts sont considérablement plus bas qu'ils ne l'ont été par le passé.

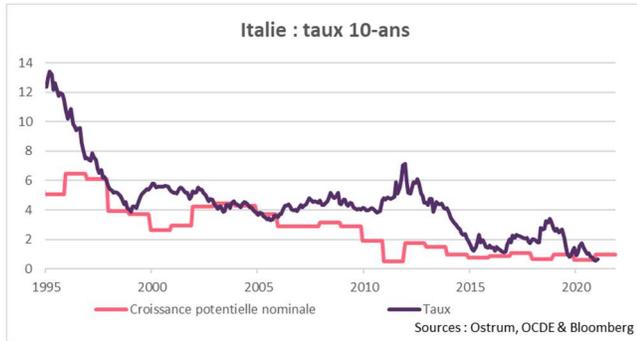
Ce surplus budgétaire a de facto été juste suffisant à contrecarrer l'effet « boule de neige » de la dette : une dette importante génère des frais financiers, qui viennent augmenter la dette. Sans ces effets boule de neige, la dynamique de la dette italienne serait tout autre comme le montre le graphique ci-dessous. L'effet « boule de neige » dépend évidemment du niveau des taux d'intérêts, or ceux-ci sont considérablement plus bas qu'ils ne l'ont été par le passé. L'effet « boule de neige » en est estompé d'autant.

L'effet « boule de neige » de la dette est considérable ! Des taux plus bas le réduiront.



Ceci conduit à une autre remarque : le coût de la dette a considérablement diminué. C'est évidemment vrai en niveau avec un 10-ans italien proche de 0,65 % alors qu'il était à 2,9 % en moyenne sur la décennie précédente et de 4,5 % sur la décennie 2000-2009.

C'est vrai aussi en relatif. Les taux sont maintenant au-dessous de l'estimation de la croissance potentielle faite par l'OCDE. Et cela change tout, car l'effet croissance devient supérieur à l'effet « boule de neige ». Dit autrement, pour utiliser le jargon des économistes, la « trajectoire spontanée » de la dette est à la baisse.



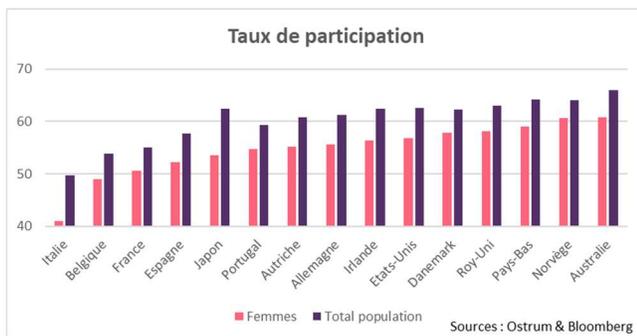
Nous avons calculé dans un MyStratWeekly précédent (cf. « BCE, l'aide conséquente à la dette publique », 14 décembre 2020) que l'Italie, malgré l'augmentation de la dette aura une baisse du service de la dette de presque 5 milliards cette année à cause des taux bas.

Tout ceci est une excellente nouvelle. Mais la faiblesse de cet argument, est qu'il est, au moins pour l'instant, extrêmement tributaire de l'intervention de la BCE. Le risque, en particulier l'année prochaine lorsque le PEPP arrivera à échéance (après deux prolongements le programme est prévu jusqu'à mars 2022). Une remontée des taux lorsqu'ils seront moins administrés par la BCE raviverait l'effet boule de neige.

Croissance

Bien sûr une des faiblesses majeures de l'Italie est son niveau de croissance qui reste déficient. La productivité est faible et la croissance de la population active est négative. Il y a peu d'espoir.

Il existe toutefois un levier sur lequel pourrait jouer le nouveau gouvernement : le taux de participation qui est un des plus faible de l'OCDE. Sur le graphique ci-dessous, l'Italie est le seul des 16 pays à avoir un taux de participation inférieur à 50%. Pire ! Le taux de participation des femmes n'est que de 41, soit 8,7 points de moins, seul le Japon fait pire avec un taux de participation des femmes 8,8 points sous la moyenne nationale.

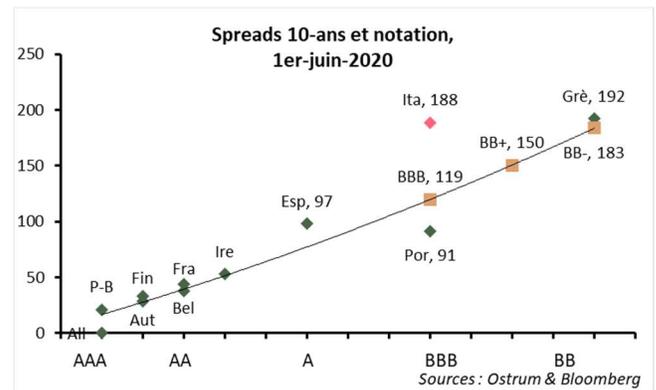


Des réformes peuvent être prises pour faciliter le retour de la population dans la force de travail, en particulier pour les

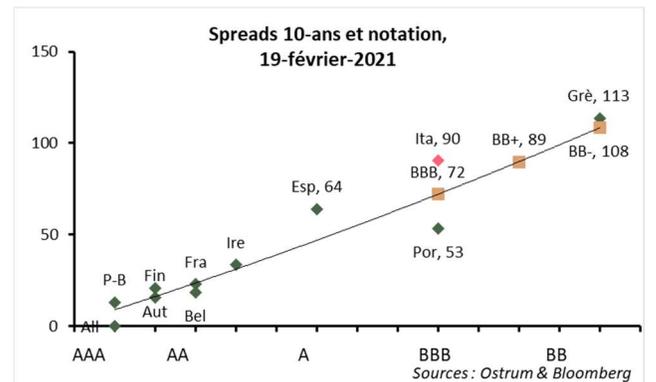
femmes. C'est même probablement un des challenges majeurs du nouveau gouvernement.

Attitude des marchés

Le marché était très sceptique vis-à-vis de l'Italie. Le graphique ci-dessous montre, au milieu de l'année dernière, la relation entre la notation des états de la zone euro et leurs spreads à l'Allemagne. Sans surprise, il y a une très forte relation. Sauf dans un cas : l'Italie, qui à l'époque avait un spread qui correspondait à une note BB-, comme la Grèce, et donc très loin de la note réelle de BBB. Il y avait donc une prime très importante sur l'Italie.



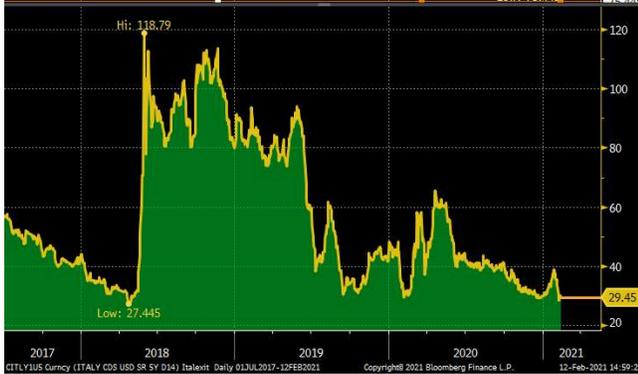
Le même graphique, avec les cours de vendredi soir donne une vue bien différente. L'Italie est (presque) rentrée dans le rang et la différence avec le niveau d'un BBB est maintenant négligeable.



Il est aussi intéressant de regarder la probabilité de sortie de l'Euro. Commençons par une mise à point : l'auteur de ses lignes pense qu'il est virtuellement impossible de sortir de l'Euro et que le débat sur l'Italexit n'a pas lieu d'être. Mais ce qui importe c'est la vue des marchés et le stress attaché à ce scénario. On peut avoir une mesure indirecte en regardant les CDS sur le gouvernement italiens. Il en existe deux types. Le « D03 » qui est déclenché lorsqu'un pays fait défaut, le « D14 » qui correspond à une définition plus large du défaut et en particulier le risque de redénomination (comprendre la sortie de l'Euro). La différence de prix entre ces deux CDS est donc un proxy du stress d'Italexit tel que perçu par le marché.

Comme on le voit sur le graphique ci-dessous, on est au plus bas depuis plus de trois ans. S'il faut être très prudent avec ces chiffres, en particulier la liquidité sur ces marchés est très faible, le signal est probablement le bon : la sortie de l'Euro n'est plus un sujet pour le marché.

Pricing d'un scénario d'Italexit par les marchés



Source : Ostrum & Bloomberg

Conclusion

Une fois de plus, il est indéniable que la situation Italienne est difficile, en particulier en termes de croissance et de situation budgétaire. Et les sujets abordés dans ce papier occultent volontairement ces aspects qui sont déjà bien connus et très commentés. Il existe toutefois des éléments, souvent oubliés, qui viennent balancer ce constat inquiétant : position extérieure, conservatisme fiscal en font

partie.

La nouveauté est peut-être ailleurs, les marchés semblent plus complaisants sur la situation avec une prime de risque qui s'est considérablement amoindrie depuis deux ans, la nomination de Mario Draghi ayant aidé pour diminuer encore la prime de risque cette année. Une vue optimiste serait de dire que cela place l'Italie sur un équilibre différent : des taux bas conduisent à une amélioration de la dette sur le long terme, donc à une prime de risque plus basse. Un cercle vertueux qui peut sembler utopique. C'est toutefois ce qui s'est passé sur la décennie 1990s lorsque la baisse des taux améliorait la position budgétaire, qui rassurait les marchés et faisait baisser les taux. Résultat : un déficit à 3% en 1999 qui a permis à l'Italie de rejoindre l'Euro.

L'autre analyse est que ces taux bas et cet optimisme du marché n'est dû qu'à l'action de la BCE. Lorsque le QE s'achèvera, les taux reviendront à des niveaux plus élevés et le cercle vertueux s'achèvera illico.

C'est aussi pour cela que l'arrivée de Mario Draghi est importante, il peut faire pencher la balance du bon côté s'il arrive à mettre en place une politique adéquate. Ou tout simplement s'il rassure les marchés suffisamment.

Stéphane Déo

I

● **La revue des marchés**

De la sensibilité des actions aux taux

La sensibilité des actions de croissance au taux à long terme est l'une des clés pour appréhender les marchés à court terme.

La question essentielle pour les marchés financiers est de savoir s'il existe un niveau de taux américain susceptible de remettre en cause la hausse effrénée des actions et la compression des spreads entretenue depuis le printemps dernier par l'assouplissement monétaire et budgétaire. Certes, le compte-rendu du FOMC de janvier ne révèle aucune intention de la part des banquiers centraux de modifier le rythme des achats d'actifs à ce stade mais il est probable que les marchés financiers testent le seuil de douleur de la Fed face à la montée de l'inflation. Tôt au tard, Jerome Powell sera en quelque sorte forcé de révéler ce qui signifie une inflation temporairement au-delà du sacro-saint 2%. L'inflation des prix à la production accélère fortement en janvier (1,2%*m*) et les goulots d'étranglement sont nombreux dans la sphère manufacturière américaine. Les prix du logement sont en hausse de près de 10% sur un an, ce qui ne manquera d'affecter la capacité des américains à se loger une fois levés les moratoires sur les expulsions. La Fed ne semble pourtant pas envisager une réduction des achats mensuels de créances hypothécaires (40*m*ds \$). En outre, le chiffre des ventes au détail de janvier, largement supérieures aux attentes (+5,3%*m*) laisse perplexe quant à la nécessité de stimuler la demande au travers notamment des transferts directs. La crise actuelle est avant tout une crise sanitaire (en voie d'être résolue par la vaccination d'1,5*mn* de personnes chaque jour) et les velléités de consommation des ménages américains paraissent intactes malgré les à-coups prévisibles liés aux événements climatiques qui paralysent le Texas actuellement. La production pétrolière américaine a ainsi chuté d'un tiers depuis quelques jours et la production d'énergie renouvelable s'avère également perturbée. Les prix de l'énergie s'envolent depuis quelques jours.

Dans ce contexte, le 10 ans américain s'est tendu jusqu'à 1,33% en séance mercredi. Ce dernier mouvement prolonge la pentification de la courbe observée depuis plusieurs mois. Le spread 5-30 ans, au plus haut depuis 2015, a cassé le plafond de 150pb. L'adjudication de 20 ans (mercredi) a recueilli la plus faible demande finale depuis la réintroduction de ce point de courbe dans le programme de financement du Trésor. Cela étant, il convient de noter que la hausse de l'inflation n'est plus la seule cause de tension. Les points morts à 10 ans sont stables malgré l'effet de la

hausse du brut sur les échéances plus courtes. Le dernier mouvement provient d'une remontée des taux réels qui reflète à la fois la croissance mais aussi la dégradation attendue du solde budgétaire. L'Administration parviendra sans doute à faire passer l'essentiel de son programme courant mars après quelques concessions sur la hausse du salaire minimum notamment. La décision du Trésor de limiter ses émissions obligataires en réduisant sa trésorerie (1500*m*ds \$) contribue aussi à la pentification en pesant sur le court. On ne peut exclure que les T-bills traitent de nouveau en territoire négatif, ce qui pourrait justifier un ajustement à la hausse de l'IOER. La hausse du rendement des Treasuries à 30 ans (d'1,19% fin juillet à 2,05% aujourd'hui) ne s'est pas encore transmise aux taux hypothécaires maintenus sous 3%. Cela étant, l'élargissement des swap spreads semble tiré par les besoins de couvertures des agences anticipant une baisse de l'activité de refinancement. Le swap spread en dollars à 30 ans (-20pb) s'est écarté de 30pb depuis fin juillet. Les marchés de taux européens (Gilt, Bund) ne peuvent s'affranchir de la dynamique du T-note. Le Bund s'est logiquement désenchanté vers -0,35% et le 30 ans allemand, adjugé mercredi à 0,10%, n'a recueilli qu'1,6*md* € de demande. La concurrence des syndications périphériques offrant un semblant de rendement positif (BTP 10 ans à 0,5%) pèse sur les maturités longues. Le carnet d'ordre sur l'emprunt italien a en effet dépassé 110*m*ds € (10*m*ds € émis) et le 30 ans indexé 24*m*ds € (4*m*ds € émis). Le poids des achats de la BCE, atténué en janvier par les syndications, reste une contrainte forte sur les rendements souverains d'autant que les tombées de l'APP impliquent une accélération des interventions au 2T20. Néanmoins, des prises de profits ont ramené le spread du BTP à 100pb.

Les volumes traités sur les actions américaines sont révélateurs d'un environnement de bulle. Les positions vendeuses de volatilité sont supérieures à ceux qui prévalaient avant la correction de janvier 2018. La surperformance des valeurs de croissance, indissociable de la faiblesse des taux, risque de se renverser en cas de nouvelle tensions. La cassure d'1,30% sur le T-note a déclenché une baisse de 3% du Nasdaq. La hausse des coûts de l'énergie est susceptible d'accélérer les rotations sectorielles en comprimant les marges dans l'industrie. Cela étant, les publications trimestrielles sont de bonne facture aux Etats-Unis. Les bénéfices du S&P500 sont en hausse de 6,2% sur un an, les surprises à la hausse sont largement majoritaires. En Europe, les pétrolières et les banques tirent leur épingle du jeu dans un marché devenu plus volatile. L'Euro Stoxx 50 touchait un point haut à 3740 points mardi avant de rechuter dans le sillage du Nasdaq. Les publications de résultats du 4T sont néanmoins encourageantes et pointent un redressement de la croissance bénéficiaire de l'ordre de 30% en 2021.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	22-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.69 %	+1	+2	+1
EUR Bunds 10a	-0.34%	+4	+17	+23
EUR Bunds 2s 10s	35 bp	+3	+15	+22
USD Treasuries 2a	0.11 %	+0	-1	-1
USD Treasuries 10a	1.36 %	+15	+27	+44
USD Treasuries 2s 10s	125 bp	+15	+28	+45
GBP Gilt 10a	0.68 %	+11	+37	+48
JPY JGB 10a	0.13 %	+4	+8	+10
EUR Spreads Souverains (10a)	22-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	25 bp	+2	+1	+2
Italie	94 bp	+3	-33	-18
Espagne	66 bp	+2	+3	+5
Inflation Points -morts (10a)	22-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	94 bp	-4	+0	-
USD TIPS	216 bp	-6	+8	+18
GBP Gilt Indexés	329 bp	+13	+26	+29
EUR Indices Crédit	22-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	86 bp	-2	-5	-6
EUR Agences OAS	39 bp	+0	+0	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	30 bp	-1	-1	-3
EUR High Yield Pan-européen OAS	312 bp	-9	-37	-46
EUR/USD Indices CDS 5a	22-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	48 bp	+2	0	+1
iTraxx Crossover	250 bp	+13	-3	+9
CDX IG	52 bp	+2	+1	+2
CDX High Yield	298 bp	+13	-4	+5
Marchés émergents	22-Feb-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	345 bp	+4	-14	-7
Devises	22-Feb-21	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.217	+0.3	-0.05	-0.42
GBP/USD	\$1.408	+1.26	+2.86	+2.98
USD/JPY	¥105.04	+0.32	-1.2	-1.7
Matières Premières	22-Feb-21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$64.6	\$1.3	\$9.3	\$12.8
Or	\$1 809.5	-\$9.4	-\$46.2	-\$88.9
Indices Actions	22-Feb-21	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 892	-1.08	1.32	3.63
EuroStoxx 50	3 700	-0.92	2.70	4.14
CAC 40	5 767	-0.33	3.74	3.89
Nikkei 225	30 156	0.24	5.32	9.88
Shanghai Composite	3 642	3.11	0.99	4.88
VIX - Volatilité implicite	22.37	12.02	2.10	-1.67

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

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 48 518 602 € – 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 ...22/02/2021

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