

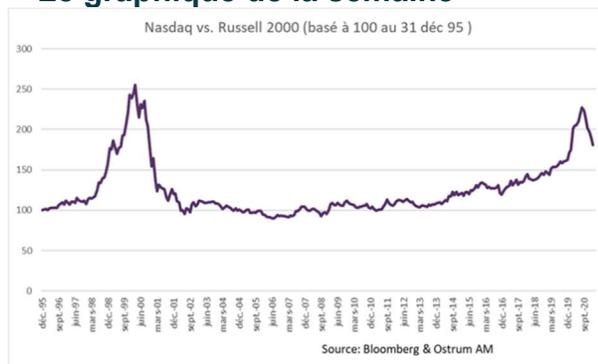
● Le thème de la semaine : Les critères de Maastricht, résidu d'un monde ancien

- Les critères de Maastricht et leur incarnation moderne, le Pacte de stabilité et croissance (PSC), ont été très peu respectés depuis l'introduction de l'euro. Leur crédibilité est donc plus que douteuse.
- Ils ont néanmoins conduit à une politique procyclique qui accentue l'ampleur des cycles économiques.
- Une réforme semble donc plus que souhaitable, non seulement pour éviter les effets indésirables du PSC, mais aussi pour améliorer sa crédibilité.

● La revue des marchés : Lagarde gagne une bataille, pas la guerre

- La BCE accélèrera ses achats au deuxième trimestre ;
- Les taux repartent à la hausse aux États-Unis avant le FOMC ;
- Rotations sectorielles fortes, mais les indices progressent ;
- Nouvelle compression des spreads souverains.

● Le graphique de la semaine



Alors que le Nasdaq avait très nettement surperformé le Russell 2000 sur toute la décennie, il semble que nous ayons touché un point d'inflexion depuis le début de l'année.

Le graphique illustre la rotation du Nasdaq, qui est pour beaucoup lié à la performance de valeurs de croissance à larges capitalisations, vers le Russell 2000 plus constitué de valeurs « value » et de faibles capitalisations.

La progression des taux, en particulier des taux réels mais aussi la relance Biden ont pénalisé les secteurs à forte duration et favorisé les secteurs plus cycliques qui avaient été délaissés jusque-là.

● Le chiffre de la semaine

3%

Source : Ostrum AM

Le taux de défaut sur le HY européen serait inférieur à 3% d'après le décompte de nos analystes crédit. Il avait dépassé 10% en 2009.

Le policy-mix a fait des merveilles pour maintenir les entreprises à flot.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés

● **Thème de la semaine**

Les critères de Maastricht, résidu d'un monde ancien

Les critères de Maastricht et leur incarnation moderne, le Pacte de stabilité et croissance (PSC), ont certes été très peu respectés depuis l'introduction de l'euro. Ils ont néanmoins conduit à une politique procyclique qui accentue l'ampleur des cycles économiques. Une réforme semble donc plus que souhaitable, non seulement pour éviter les effets indésirables du PSC, mais aussi pour améliorer sa crédibilité.

Un peu d'histoire

Il faut rappeler que les critères de Maastricht sont vieux. Très vieux. Ils appartiennent à un monde où les taux souverains avaient deux chiffres. Le début des années 1990. Leur pertinence dans le monde actuel peut donc être remise en question.

Tout d'abord, un rappel historique pour nos plus jeunes lecteurs. Les critères de convergence (ou « critères de Maastricht ») ont été établis par le traité de Maastricht qui a été signé le 7 février 1992 et est entré en vigueur le 1^{er} novembre 1993.

Les quatre critères sont définis dans l'article 121 du traité instituant la Communauté européenne¹. Ils imposent la maîtrise de l'inflation, de la dette publique et du déficit public, la stabilité du taux de change et la convergence des taux d'intérêt.

- **Stabilité des prix** : le taux d'inflation d'un État membre donné ne doit pas dépasser de plus de 1,5 point celui des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix.
- **Situation des finances publiques**
 - Interdiction d'avoir un déficit public annuel supérieur à 3 % du PIB ;
 - Interdiction d'avoir une dette publique supérieure à 60 % du PIB.
- **Taux de change** : interdiction de dévaluer sa monnaie ; ceci fut rendu obsolète avec le passage à l'euro pour les pays de la zone euro. En outre,

l'État membre doit avoir participé au mécanisme de taux de change du système monétaire européen (SME) sans discontinuer pendant les deux années précédant l'examen de sa situation, sans connaître de tensions graves.

- **Taux d'intérêt à long terme** : ils ne doivent pas excéder de plus de 2 % ceux des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix.

Ces critères devaient être respectés pour qu'un pays rejoigne l'euro en 1999. Le critère de taux de change est, par définition, inutile à partir du moment où le pays est entré dans la zone euro. Les critères d'inflation et de taux d'intérêt étaient importants dans le cadre de la convergence demandée à un État avant de rentrer dans l'euro. Ils n'ont jamais fait l'objet, pour des membres de la zone euro, de politique d'exécution contraignante.

Restent les deux critères de finances publiques. Le critère de 3 % est essentiellement le résultat d'un raisonnement politique : certains pays (l'Allemagne, pour ne pas la nommer) voulaient s'assurer que certains pays (l'Italie, pour ne pas la nommer) ne fassent pas partie du premier groupe qui adopterait l'euro. L'objectif de 3 %, alors que le déficit italien était toujours à 7,3 % en 1995, était « évidemment » inatteignable. En fait, l'Italie a ramené son déficit à 3,0 en 1997 et 1998, puis en dessous les deux années suivantes, elle est rentrée dans l'euro dès le début en 1999.

L'objectif de 60 % de dette est, un peu facile à justifier d'un point de vue économique : avec un déficit de 3 %, une inflation de 2 %, l'objectif de la Banque centrale, et une croissance potentielle de 3 %, le ratio dette sur PIB se stabilise à 60 %. CQFD.

Un respect des critères très relatif

Il convient aussi de souligner que le respect de ces critères est plus que limité.

Premier point, le mécanisme pour forcer un pays à respecter ces critères est abominablement long, fastidieux et complexe. De plus, il y a un élément politique déterminant puisque ces sanctions n'ont rien d'automatique et qu'une majorité de pays doit les approuver. Historiquement, d'ailleurs, l'état fautif l'est souvent parce que le cycle

Sur 35 procédures pour déficit excessif, aucune n'a abouti à des sanctions.

¹ Source : INSEE.
<https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1348>

économique mondial est en récession, et donc une partie importante des autres états se retrouvent aussi en position délicate et n'ont que très peu de velléités de sanctionner un état alors qu'ils risquent fort de se retrouver à sa place.

Les principales étapes (nous avons un peu simplifié) d'un processus de déficit excessif, lorsqu'un pays a été identifié comme potentiellement coupable, sont les suivantes :

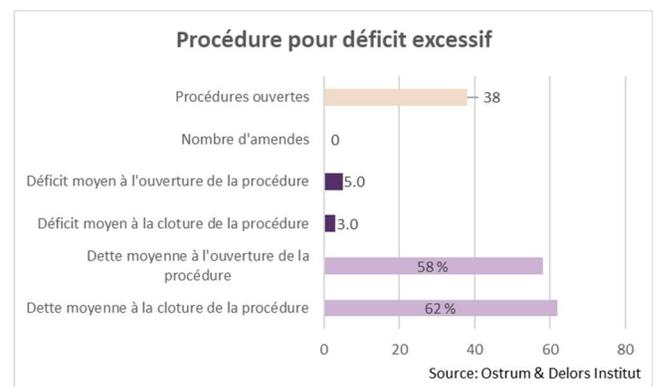
Procédure :	
La Commission européenne élabore un rapport évaluant l'opportunité de lancer ou non une procédure	(Art. 126.3)
La Commission adresse ensuite une notification au pays en question et informe le Conseil si elle estime qu'il y a bien un déficit excessif	(Art 126.5 et 126.6)
Sur proposition de la Commission, le Conseil décide à la majorité qualifiée s'il y a ou non un déficit excessif	(Art 126.6)
Si le Conseil décide qu'il y a un déficit excessif, il adresse des recommandations au pays	(Art 126.7)
Le Conseil impose aussi un délai pour prendre des mesures correctives (trois ou six mois)	(Art 126.7)
Si le pays ne prend pas les mesures correctives suffisantes, le Conseil peut décider de le mettre en demeure en imposant un nouveau délai (trois ou six mois)	(Art 126.7)
Sanctions :	
Si le pays persiste, la Commission peut recommander de prendre des sanctions	(Art 126.8)
Sur proposition de la Commission, le Conseil décide à la majorité qualifiée d'appliquer les sanctions	(Art 126.8)
L'application des sanctions se fait en trois temps :	
1. Dépôt portant intérêt de 0,2 % du PIB (phase préventive)	
2. Dépôt ne portant pas intérêt de 0,2 % du PIB (phase corrective)	
3. Dépôt converti en amende jusqu'à 0,5 % du PIB si le déficit excessif n'est pas corrigé	
NB : des paiements au titre des Fonds structurels et d'investissement européens peuvent aussi être gelés	

(NB : notre conseil : ne perdez pas de temps à lire tout le tableau, il faut juste retenir que c'est long et ennuyeux)

Bref, la probabilité que des sanctions soient imposées est proche de zéro. Et d'ailleurs...

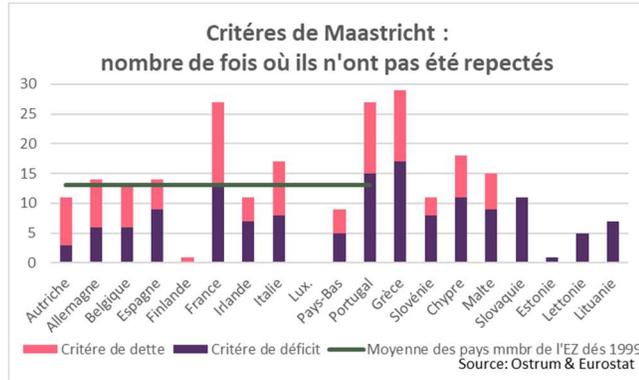
La procédure pour déficit excessif n'a jamais vraiment fonctionné. Le graphique ci-dessous est éloquent. Entre 1999 et 2018, date du rapport sur le sujet de l'institut Delors, la Commission a ouvert 38 procédures, toutes ont été closes. Malte a le record avec 3 procédures ouvertes. En moyenne, les procédures durent un peu plus de 4 ans, le temps total cumulé de toutes les procédures est donc à peu près d'un siècle et demi.

Mais, et c'est le point essentiel, aucune amende n'a jamais été imposée ! L'aspect dissuasif du mécanisme est donc très hautement discutable. Le même rapport conclut d'ailleurs sur le sujet que cette procédure se limite à « un moyen de surveillance des progrès budgétaires par les autres États membres ».



Second point, il y a aussi probablement un problème de crédibilité. Prenons un exemple au hasard : la France. La France a eu un déficit supérieur à 3 % durant neuf années de suite, de 2008 à 2016, pour ne revenir à 2,6 % qu'en 2017 ; l'Italie n'a pas eu de déficit supérieur à 3 % pendant 6 ans de suite après le 3,7 % de 2011.

La crédibilité de la France pour réprimander l'Italie n'est donc pas d'une évidence absolue pour nous. Plus généralement, chacun des onze membres initiaux de l'euro n'ont pas respecté les critères de Maastricht 13 fois en moyenne depuis 1999, 7 fois pour le critère de déficit, 6 fois pour la dette.



En conclusion, les prétendus « diktats de Bruxelles » sont bien souvent restés lettre morte. La procédure de déficit excessif est particulièrement longue et nécessite un vote unanime des États lorsqu'on en vient aux sanctions. L'arsenal de la Commission est donc limité.

Corolaire : en cas de déficit excessif, ce n'est pas la Commission qui tordra le bras au gouvernement fautif, mais le marché. Il faudra alors s'attendre à beaucoup de volatilité et à des taux nettement plus élevés.

Des effets pervers importants

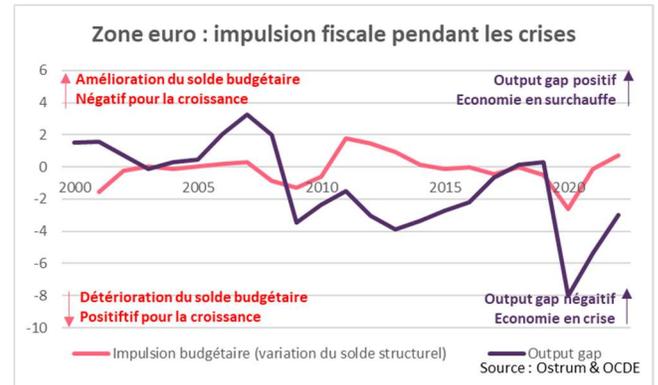
Si l'aspect contraignant des critères de Maastricht est à relativiser, il ne faut toutefois pas sous-estimer leur impact. Et en particulier l'effet pervers qu'ils ont suscité. Lorsque

l'économie va bien, les déficits se résorbent et les gouvernements reconstituent des marges monétaires qu'ils utilisent pour supporter l'économie. Lorsque l'économie est en crise, les déficits se creusent et les gouvernements doivent mettre en place des mesures correctives pour ne pas dépasser les 3%. En résumé les politiques budgétaires sont « procycliques » : elles poussent l'économie lorsque tout va bien, et freinent en période de crise.

L'application du PSC a contribué à une politique budgétaire procyclique et à une baisse de l'investissement public.

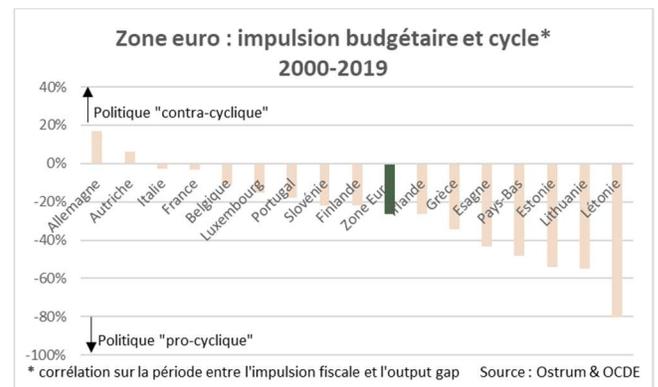
Le graphique ci-dessous montre ce qui s'est effectivement

passé depuis 2000. Les deux lignes devraient évoluer en parallèle : par exemple un output gap positif, donc une économie en surchauffe, devrait correspondre à une amélioration du solde budgétaire (consolidation fiscale), et vice-versa. En fait, jusqu'en 2019, les deux courbes évoluent en miroir. On a bien une politique procyclique. Exactement l'inverse de ce qu'il faut faire.



Pour simplifier, sur la période, on veut une corrélation positive entre les deux courbes, alors qu'on a une corrélation négative.

Qu'en est-il au niveau des pays ? Malheureusement le constat est très généralisé. À l'exception de l'Allemagne, l'immense majorité des pays de la zone euro ont effectivement eu, durant les deux dernières décennies, une politique procyclique, certes à des degrés divers.



Ces chiffres montrent aussi à quel point la réaction sur l'année dernière, une relance budgétaire sans précédent durant la crise du covid, est inhabituelle et en contraste avec les cycles précédents.

Une réforme plus que bienvenue

La première conséquence est qu'une réforme du pacte de

stabilité est effectivement plus que bienvenue. Paolo Gentiloni, le commissaire européen aux affaires économiques et monétaires, a d'ailleurs proposé des changements fondamentaux sur le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Essentiellement, il y a trois points.

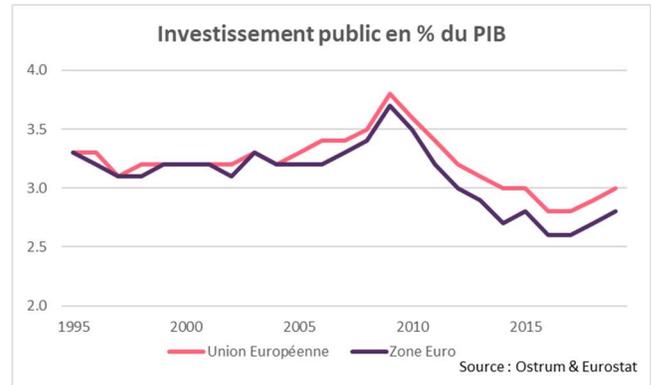
D'une part, la Commission européenne a proposé de maintenir la clause de sauvegarde en 2022, suspendant les conditions du PSC jusque fin 2022. La relance budgétaire, plus timide qu'aux États-Unis, certes, ne sera pas amputée l'année prochaine. Il s'agit là d'une mesure transitoire, mais qui assure la pérennité de la relance économique jusqu'à un retour de l'activité au niveau pré-crise.

Second point, Gentiloni propose une activation plus flexible de cette clause de sauvegarde pour gérer les cycles futurs. L'idée est de lutter contre ce que nous soulignons plus haut : un resserrement budgétaire au pire moment de la crise. En fin de compte, il s'agirait d'assurer une politique plus contracyclique.

Troisième idée, Gentiloni tire les conséquences d'un autre problème lié à l'application du PSC : la baisse importante de l'investissement public. La consolidation fiscale s'est faite, dans son volet dépenses, beaucoup au détriment de l'investissement public, comme le montre le graphique suivant. Entre 2009 et 2019, l'investissement public en zone euro a décliné de 0,9 points de PIB. Dans les pays les plus touchés par la crise, l'évolution est pire : 3,1 points de PIB perdu pour l'Espagne, 2,6 pour la Grèce, 2,2 pour le Portugal et 1,4 pour l'Italie.

Pour éviter cela, il est proposé de tenir compte des dépenses « qui améliorent la croissance » et de les traiter

différemment dans les procédures de déficit excessif.



Ces propositions posent un problème légal, mais qui n'est pas insurmontable. L'article 126 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne dispose que « Les États membres évitent les déficits publics excessifs. »², mais sans préciser ce que l'on entend par « déficits excessifs »³. Le cadre de l'Union européenne pour les politiques budgétaires peut donc être amendé sans renégociation du Traité. En fait, une réforme, faisant partie du « six-pack » et qui modifie le PSC, est entrée en vigueur fin 2011 ; une autre, le traité intergouvernemental sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, comprenant le pacte budgétaire, début 2013.

L'acceptation de ces propositions pose avant tout un problème politique. Il n'est donc pas du tout évident qu'elles soient approuvées.

Stéphane Déo

² L'article complet est disponible sur : https://www.doctrine.fr/traite-fonctionnement-union-europeenne/article-126/UE_TFUE_126

³ Pour être précis, la base juridique des politiques budgétaires

européennes inclue les article 3, articles 119 à 144, article 136, article 219 et articles 282 à 284 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (traité FUE).

● La revue des marchés

Lagarde gagne une bataille, pas la guerre

La balle est dans le camp de la Fed.

La rotation des stratégies financières s'est accélérée au cours des derniers mois. La faiblesse du dollar est généralement associée à des rendements obligataires en baisse, une diminution des spreads et une surperformance des valeurs de croissance. À l'inverse, un dollar fort implique un regain d'aversion pour le risque nourri par le risque d'un effet d'éviction des émissions du Trésor américain. La hausse des taux favorise les bancaires, les cycliques décotées et les actifs sensibles à la thématique de reflation.

Ces rotations sont amplifiées par l'attention portée par les intervenants au discours des Banques centrales. La BCE se réunissait cette semaine. Christine Lagarde a fait une annonce inhabituelle en s'engageant sur une accélération des achats d'actifs dans le cadre du PEPP au deuxième trimestre. Il n'est pas impossible que la révision trimestrielle des projections économiques soient complétées par une communication sur le rythme d'intervention sur les marchés. La BCE dispose de moyens d'action considérables et l'accélération des achats interviendra alors que les émissions nettes d'emprunts souverains vont devenir plus négatives. Cette politique accentuera l'excès de demande d'obligations souveraines et ravivera les craintes de raréfaction du collatéral. Les swap spreads en euro s'élargissent dernièrement, ce qui est un signe de rareté relative de l'emprunt allemand. La décision est d'ailleurs issue d'un consensus. Christine Lagarde porte la responsabilité de cette décision. Le changement de régime des achats est à contre-courant de la révision des perspectives d'inflation (1,5 % en 2021) et de croissance à court terme (+ 0,1 pp en 2021 et 2022). L'argument de la BCE s'articule autour d'une approche dite « holistique et multifacette » pour identifier des inefficiences dans la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Cet argument est contestable, tant le resserrement des conditions de crédit bancaire aux entreprises semble lié aux perspectives conjoncturelles amenées à s'améliorer avec la réouverture des économies et le déploiement du plan européen. La position de capital, de liquidité et la concurrence bancaire et non-bancaire contribuent positivement à l'octroi de crédit. En outre, la hausse des taux longs en zone euro reflète le redressement souhaitable des anticipations d'inflation, le rendement réel du Bund étant inchangé en 2021. Les spreads sur le crédit et les emprunts souverains sont stables ou en baisse, la monnaie unique se déprécie de 2 % et les indices boursiers s'affichent en hausse de 6 % cette année. En réalité, la BCE réagit à la corrélation du Bund au T-note et, même si elle s'en défend, il s'agit bien de micromanagement des marchés. Le plan

Biden de 1 900 Mds \$ a été voté par le Congrès et un programme d'infrastructures se profile vers la fin d'année. Le besoin de financement fédéral considérable risque détourner des investissements d'autres actifs sans risque. Dans cette optique, la BoJ, qui se réunira après la Fed, devrait également afficher sa volonté de contenir les pressions haussières. L'appréciation du dollar-yen au-delà de 109 semble préfigurer une posture accommodante de la BoJ, d'autant que la fin de l'année fiscale nipponne engendre souvent des flux de rapatriement.

La tendance à la hausse des rendements américains s'est interrompue en milieu de semaine. Les rachats de positions se sont accentués avec la publication d'un IPC sous-jacent limité à 0,1 %m en février et les succès d'émissions de bons du Trésor (3 et 10 ans, notamment). Il est vrai que les *primary dealers* avaient libéré leur bilan en amont des émissions. Les intervenants ont également monétisé des profits avant l'intervention de la BCE. Les taux repartaient néanmoins à la hausse vers 1,60 % dès vendredi, alors que l'attention des intervenants se tourne désormais vers le FOMC du 17 mars. L'exercice de communication de la Fed sera difficile. Le plan Biden et la levée progressive des restrictions sanitaires justifient des prévisions de croissance plus optimistes. L'inflation accélère vers 3-3,5 % au printemps. Les banquiers centraux savent pertinemment que l'épargne privée et la demande étrangère volatile ne suffiront pas à financer le déficit budgétaire. La Fed peut certes inciter les banques à investir en prolongeant l'exemption des avoirs en Treasuries du SLR. Mais, les banques étant moins présentes sur les maturités longues, les anticipations de Twist persisteront. Le directionnel américain restera déterminant pour le Bund, même si la BCE atténue la pression et élargit le spread T-note-Bund. L'accélération du PEPP a comprimé les spreads souverains. L'Italie s'échange à 94 pb sur l'échéance 10 ans. Le marché du crédit est inerte en zone euro (90 bp contre Bund), alors que le crédit américain subit le poids des émissions de Verizon et la volatilité des Treasuries. La demande finale de crédit aux États-Unis décline (si l'on en juge par les flux sur les ETFs) à mesure que les taux sans risque remontent. La compression des spreads reprend sur le high yield et les indices de CDS (XO contre IG). L'iTraxx XO s'échange à des niveaux serrés autour de 240 pb.

Le S&P gagne 5 % en 2021 mais son équivalent équilibré progresse du double. La faiblesse des valeurs technologiques rebat les cartes et laisse beaucoup de place aux gestions pour réorienter leurs portefeuilles. L'ampleur du marché haussier favorise aussi les introductions en bourse. En Europe, le CAC 40 passe les 6 000 points. Les valeurs bancaires ont brièvement rendu une partie de leur performance de 2021 (+ 20 %) au profit de la technologie, avant un rebond post-BCE. Les secteurs défensifs (services publics, consommation de base) ont aussi bénéficié des rotations de portefeuilles.

Axel Botte

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	15-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.69 %	-1	+0	+1
EUR Bunds 10a	-0.33%	-6	+5	+24
EUR Bunds 2s10s	36 bp	-4	+5	+23
USD Treasuries 2a	0.15 %	-1	+4	+3
USD Treasuries 10a	1.61 %	+2	+40	+70
USD Treasuries 2s10s	146 bp	+3	+36	+67
GBP Gilt 10a	0.8 %	+4	+23	+60
JPY JGB 10a	0.11 %	-1	+3	+9
EUR Spreads Souverains (10a)	15-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	24 bp	0	+2	+1
Italie	93 bp	-10	+3	-18
Espagne	63 bp	-4	-1	+2
Inflation Points-morts (10a)	15-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	113 bp	+3	+15	-
USD TIPS	226 bp	+5	+4	+28
GBP Gilt Indexés	348 bp	+10	+32	+48
EUR Indices Crédit	15-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	89 bp	+0	+1	-3
EUR Agences OAS	39 bp	+0	+0	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	31 bp	+1	+0	-1
EUR High Yield Pan-européen OAS	313 bp	-7	-8	-45
EUR/USD Indices CDS 5a	15-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	47 bp	-2	+1	0
iTraxx Crossover	244 bp	-12	+7	+3
CDX IG	52 bp	-2	+2	+2
CDX High Yield	297 bp	-9	+11	+3
Marchés émergents	15-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	356 bp	-6	+15	+4
Devises	15-Mar-21	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.193	+0.38	-1.47	-2.4
GBP/USD	\$1.390	+0.04	-0.12	+1.79
USD/JPY	¥109.13	-0.55	-2.97	-5.34
Matières Premières	15-Mar-21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$68.8	\$0.6	\$6.1	\$17.1
Or	\$1 731.2	\$14.5	-\$65.6	-\$163.2
Indices Actions	15-Mar-21	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 948	3.31	0.33	5.11
EuroStoxx 50	3 830	1.77	2.56	7.80
CAC 40	6 036	2.25	4.32	8.73
Nikkei 225	29 767	3.56	-2.30	8.46
Shanghai Composite	3 420	-0.04	-6.43	-1.53
VIX - Volatilité implicite	20.22	-20.61	1.25	-11.12

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 ...15/03/2021

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