

## ● Le thème de la semaine : Pourquoi les taux américains baissent ?

- Les inquiétudes sur la croissance peuvent expliquer une partie de la baisse des taux américains. Mais ces arguments peinent à convaincre complètement.
- L'autre aspect est la dynamique des flux, avec une baisse très forte des émissions car le Trésor américain consomme ses liquidités pour financer son déficit ce qui réduit ses besoins d'émission.
- En contrepartie ces liquidités gonflent la demande du secteur financier. Il existe donc un important déséquilibre offre/demande sur la dette américaine. Ce déséquilibre est temporaire et devrait vite s'estomper.

L'équipe de stratégie fait relâche en août, nous reviendrons avec un autre MyStratWeekly pour la rentrée en septembre.

## ● La revue des marchés : *Citius, Altius, Fortius*

- La devise olympique semble s'appliquer aux indices américains
- La BCE revoit son objectif d'inflation et sa stratégie de taux
- Le S&P 500 proche des 4400 points
- Rechute du Bund sous -0.40%, les spreads souverains bien orientés

## ● Le graphique de la semaine



Les révisions des bénéfices calculées par Citi sont proches de leur niveau le plus élevé de tous les temps, la reprise continuant de surprendre à la hausse, et permettant de ramener les bénéfices vers la pré-crise à un rythme très rapide.

Il s'agit d'un soutien fondamental au marché boursier qui explique la résilience des indices. La saison de résultats actuelle semble commencer très bien et pourrait alimenter cette tendance encore plus.

## ● Le chiffre de la semaine

# -10,6

Source : Ostrum AM

Le pourcentage de baisse du taux d'activité des personnes âgées de 65 ans et plus. Le déclin des autres cohortes est inférieur à 2,7 %. Ces 65+ ne devraient pas revenir sur le marché du travail.



**Stéphane Déo**  
Directeur stratégie marchés



**Axel Botte**  
Stratégiste international



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés

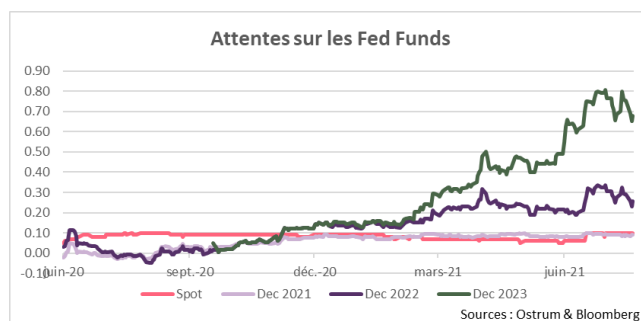
• **Thème de la semaine**

# Pourquoi les taux américains baissent ?

La baisse des taux américains a suscité plusieurs explications... et beaucoup de commentaires. S'il nous semble difficile de justifier la baisse par les fondamentaux, les éléments techniques semblent importants. Ce papier regarde en détails les flux sur le marché des Treasuries avec des évolutions de l'offre et de la demande d'une ampleur sans précédent. Il nous semble très probable que ces éléments expliquent une large partie de la baisse des taux.

## Fondamentaux ?

La baisse des taux longs, mais aussi l'aplatissement de la courbe américaine, sont habituellement le signe d'une croissance en berne. Les évolutions récentes des taux posent donc la question de y voir le signe d'une croissance qui s'essouffle. Les taux longs sont passés de 1,75 % début avril à moins de 1,20 % la semaine dernière. De plus, les anticipations de hausses des taux de la Fed ont également été réduites comme le montre le graphique ci-dessous. Alors que le marché anticipait une hausse des taux l'année prochaine, il attache maintenant une probabilité de seulement 50 % à une hausse et alors qu'il attendait trois hausses à horizon fin-2023, il n'en attend plus que deux.



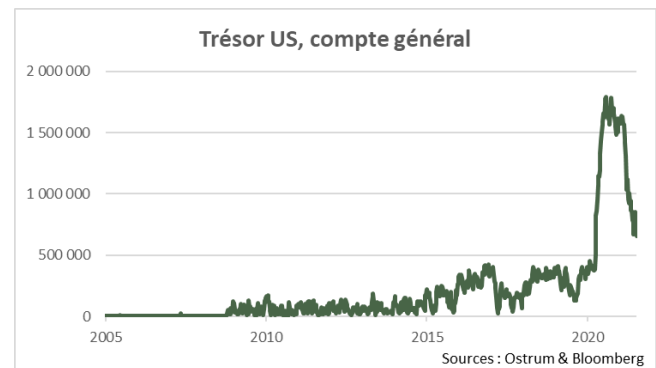
Si les craintes sur la pérennité de la croissance ont incontestablement joué, il semble toutefois difficile d'attribuer toute cette baisse aux seuls fondamentaux. Certes la croissance ralentit, mais après des chiffres stratosphériques (PIB américain à +33,4 % au T3 l'année dernière), un ralentissement est inévitable et tout sauf

inattendu. Le consensus des économistes est resté stable récemment avec des révisions plutôt à la hausse sur le trimestre qui vient de s'écouler. Les indices de surprises demeurent positifs, ce qui montre qu'il n'y a pas à s'alarmer.

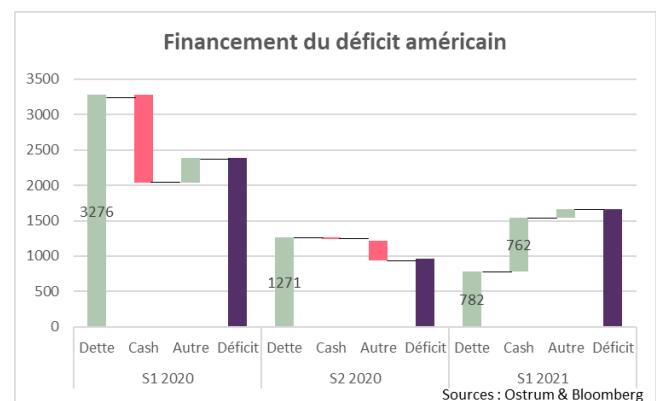
L'argument fondamental sur la baisse des taux semble donc difficile à tenir. En tout cas il ne peut pas justifier une baisse de plus de 50 pdb du 10 ans américain.

## Peu d'émissions de Treasury

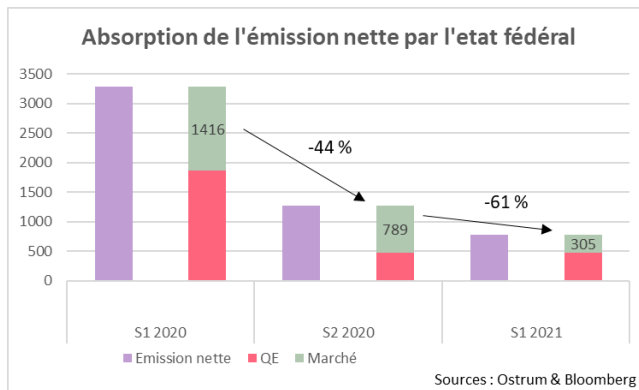
Paradoxalement, malgré un déficit sans précédent aux Etats-Unis, le niveau d'émission de dette est relativement bas. La raison est l'utilisation du compte du Trésor. Pour rappel, lorsque le Trésor américain possède des liquidités, il les dépose à la Fed qui joue donc le rôle de compte de dépôt. Ces liquidités sont montées à plus de 1 600 Mds de dollars en début d'année et la secrétaire du Trésor, Janet Yellen, a décidé de les utiliser.



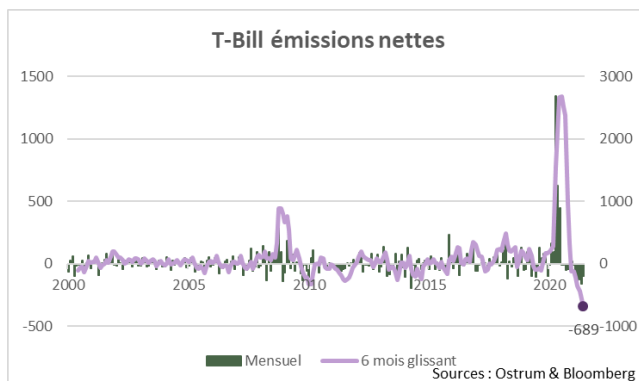
Résultat, une baisse de presque 1 000 Mds de ce compte, qui a permis de financer le déficit en substitution de l'émission de dette. Les chiffres sont éloquentes, l'émission nette de dette était de plus de 3 000 Mds sur le premier semestre 2020, mais seulement 780 Mds sur le premier semestre 2021 avec un montant similaire du financement du déficit qui provenait de l'utilisation du compte à la Fed, soit 762 Mds.



Mais ces chiffres doivent encore être minorés car il faut aussi prendre en compte le QE de la Fed qui absorbe une partie de l'offre nette de papier. Une fois ceci pris en compte on a une baisse de l'émission qui est encore plus spectaculaire puisque le marché a dû absorber 1,4 Tr sur la première moitié de l'année dernière mais seulement 305 Mds sur les six premiers mois de 2021. Sans rentrer trop dans les détails, il est important de souligner que le QE de la Fed était supérieur aux émissions nettes en avril et en mai : le volume de Treasuries disponibles pour les marchés s'est donc réduit sur ces deux mois. Sur le deuxième trimestre l'émission nette, lorsque le QE est pris en compte, s'est réduite comme peau de chagrin : un petit 167 Mds.



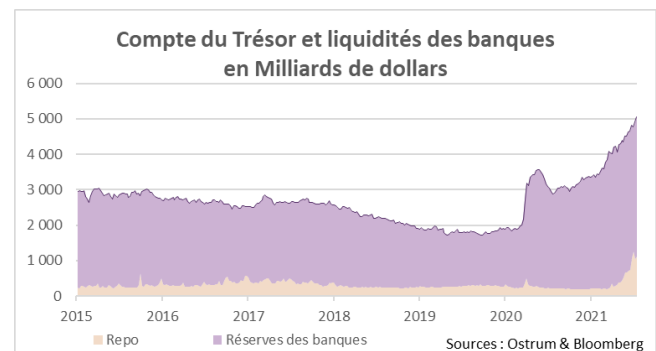
Il peut être aussi intéressant de faire une digression sur les T-Bills, les papiers courts du trésor américain. L'utilisation des liquidités déposées à la Fed a particulièrement touché ces instruments, qui sont utilisés justement pour la gestion des liquidités de court terme. L'encours de T-Bill a en effet baissé de 689 Mds sur la première moitié de l'année, une baisse sans précédent. Pour donner un ordre de grandeur, l'augmentation des T-Bill de 2010 à 2019 était de 624 Mds : le Trésor a donc retiré en six mois l'équivalent d'une décennie d'émissions ! Là aussi, avant certaines mesures prises par la Fed, cela a créé des distorsions de marché avec une partie des T-Bills les plus courts qui traitaient avec un taux négatif.



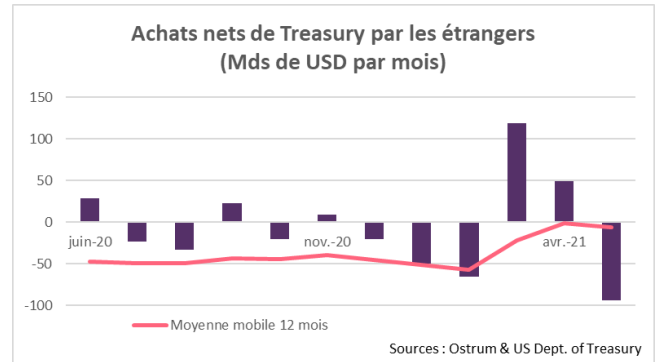
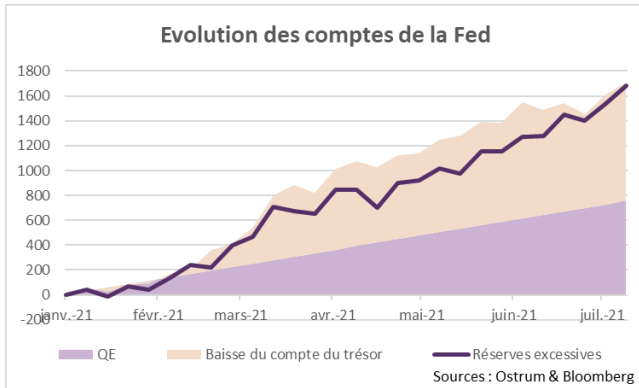
## Abondance de liquidités

La contrepartie de l'utilisation de compte du Trésor est aussi de fournir de la liquidité à l'économie en général et au système financier en particulier. Lorsque le Trésor américain utilise les liquidités déposées à la Fed pour financer ses dépenses, il transfère, de facto, ces liquidités vers le système bancaire. Prenons un exemple concret : un ressortissant américain reçoit un chèque du gouvernement, cela vient en débit du compte du Trésor à la Fed, mais ce chèque sera déposé dans une banque américaine, qui aura donc une augmentation de ses liquidités.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution des liquidités excédentaires du système bancaire. Elles ont progressé de plus de 2 Tr sur l'année passée et de plus de 1,7 Tr depuis le début de l'année. Là aussi pour donner un ordre de grandeur, l'augmentation des liquidités sur la dernière décennie était de 2,2 Tr, l'augmentation de l'année dernière est donc à peu de chose près équivalente ! Chiffres colossaux qui constituent donc une demande latente pour les actifs, en particulier les Treasury.



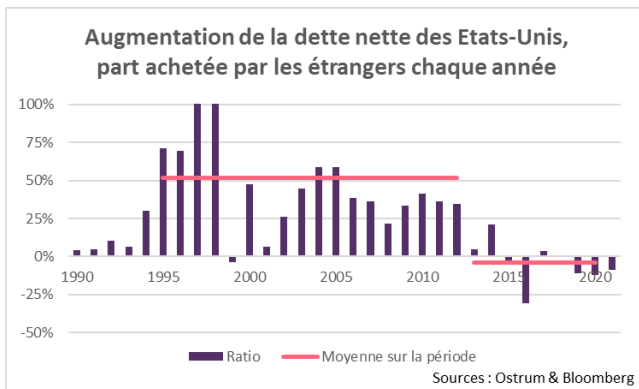
Pour être précis, le graphique ci-dessous montre l'évolution cumulée de ces liquidités bancaires depuis le début de l'année. Elles sont mises en comparaison de l'utilisation des liquidités du Trésor, qui, comme nous l'avons dit, constitue un abondement en liquidités équivalent pour les banques. Il faut aussi ajouter le QE : lorsque la Fed met en place son QE, elle achète des titres au système bancaire et lui fournit des liquidités en échange. C'est donc là aussi une source d'accroissement des liquidités bancaires. Les 1,7 Tr d'augmentation de liquidités des banques correspondent assez précisément aux 950 Mds de diminution du compte du Trésor, ajoutés aux 750 Mds de QE.



## Et les étrangers ?

L'approche que nous avons proposée pour l'instant est très centrée sur les dynamiques internes et les équilibres de liquidités sur le marché américain. Une source d'achats de Treasury est constituée des investisseurs étrangers.

Il faut relativiser toutefois leur contribution. De 1995 à 2012, les achats des étrangers représentaient en moyenne la moitié du déficit public américain. Depuis 2013, les étrangers sont vendeurs nets, de l'ordre de 90 Mds par an en moyenne. De plus, l'année la plus prolifique en achats n'est que de 165 Mds (en 2014), un chiffre loin d'être impressionnant.



Il ne faut toutefois pas totalement oublier les flux internationaux. Ils peuvent avoir une influence sur les variations de court terme car les volumes mensuels peuvent être assez volatiles. Sur l'année en cours, par exemple, les achats étaient de 119 Mds en mars lorsque les taux américains étaient au plus haut. Ces mêmes flux sont repassés en négatif en mai lorsque les taux se sont tassés.

De manière plus générale on trouve une corrélation significative entre le niveau des taux et les flux d'achats des étrangers. Le niveau actuel des taux étant, inutile de le préciser, peut incitatif même s'il convient de préciser que les flux internationaux agrègent les institutions officielles et le secteur privé. Seul le secteur privé est réellement sensible au niveau des taux et plus précisément à la prime couverte en devise de base.

## Conclusion

L'émission de dette américaine s'est considérablement réduite sur la première partie de cette année car le Trésor américain a décidé d'utiliser ses liquidités pour financer le déficit. Lorsqu'on prend en compte la partie absorbée par la Fed via son QE, l'émission nette sur la première moitié de l'année 2021 est 89 % inférieure à celle de la première moitié de 2020. Une baisse considérable donc.

En même temps, l'afflux de liquidités dans le système bancaire est absolument sans précédent : 2 Tr sur l'année passée, 1,7 Tr depuis janvier 2021. La demande de Treasury en est évidemment affectée.

La politique du Trésor, ainsi que le QE de la Fed, ont donc créé un déséquilibre offre/demande extrêmement marqué. Il nous semble que ceci explique une partie importante de la baisse des taux américains. Ces arguments, toutefois, sont temporaires, le compte du Trésor est revenu au niveau souhaité, ou très proche, et donc les émissions vont reprendre. Si notre diagnostic est exact, l'effet dépressif sur les taux devrait s'estomper, dans ce cas les taux remonteraient.

A ce niveau de taux les étrangers ne constituent pas un soutien au marché. Là aussi, pour susciter de la demande, il faudra que les taux progressent.

**Stéphane Déo**

- **La revue des marchés**

## Citius, Altius, Fortius

### La BCE renforce sa politique de taux bas, le S&P fonce vers les 4400 points.

Les interrogations sur l'effet du rebond épidémique sur la croissance mondiale semblent déjà s'estomper de sorte que les indices boursiers affichent de nouveaux sommets. Les achats à bon compte ont eu raison des craintes sanitaires, du moins cette semaine. La saison des résultats est très bonne et l'excédent de liquidités entretient l'environnement actuel de taux bas. La communication de Christine Lagarde semble en outre préfigurer un allongement de la période de taux bas, ce qui encourage la prise de risque à mesure que les intervenants effacent la probabilité des hausses de taux à l'horizon de 2023. Malgré une certaine volatilité sur la plupart des marchés d'actifs risqués, le biais favorable au risque a tout emporté en fin de semaine.

La réunion de la BCE aurait sans doute été un non-événement si elle n'avait pas suivi la revue stratégique dévoilée en début de mois. La communication de l'institution a évolué. Le communiqué se veut plus clair, sans jargon excessif, quant aux perspectives de politique monétaire. L'objectif de prix est symétrique autour de 2% avec une tolérance « modérée » pour une inflation supérieure. La définition de la stabilité des prix reste contingente aux anticipations de la BCE. Elle diffère donc de l'*Average Inflation Targeting* de la Fed qui prend implicitement en compte les périodes de faiblesse des prix passées. En outre, Christine Lagarde a présenté la fonction de réaction de la BCE en matière de taux. Si l'inflation s'avérait supérieure aux attentes, alors le Conseil devrait se prononcer sur la persistance probable des tensions à l'horizon de moyen terme (3 ans) et sur la pérennité de la trajectoire de l'inflation sous-jacente. Ces conditions rendent peu probables un relèvement des taux à l'horizon de plusieurs années, la décision restant en outre très discrétionnaire. Cette nouvelle fonction de réaction a rencontré l'opposition de Jens Weidmann et Pierre Wunsch, mais elle semble rassembler une large majorité parmi les membres du Conseil. La question des achats d'actifs n'a pas été abordée. Une communication est sans doute prévue à l'automne afin d'intégrer les enjeux climatiques et d'ajuster la taille des programmes en vue de la sortie des dispositifs d'urgence liée à la pandémie (PEPP). Toutefois, Christine Lagarde a rappelé que le PEPP pouvait être prolongé au-delà de mars 2022.

La semaine financière semble être l'exact opposé de la précédente. Le rebond impressionnant des actions semble invalider les craintes de ralentissement prématuré engendré par le rebond épidémique. Les enquêtes PMI européennes sont rassurantes sur ce point même si les indices des pays les plus exposés ne seront publiés que début août. Le T-

note reste une énigme. L'accélération baissière vers 1,126% au plus bas hebdomadaire a laissé des traces. Le taux actuel encore sous 1,30% semble incompatible avec la croissance et l'inflation constatées. La Fed, insensible au niveau des taux, intervient pour des montants supérieurs aux émissions nettes. La pénurie de T-bills a libéré des liquidités à replacer. Les banques américaines recyclent leurs excédents de trésorerie en Treasuries malgré un traitement réglementaire moins favorable aux titres depuis fin mars. En zone euro, le discours de la BCE est résolument accommodant. Les swaps de taux courts à terme effacent les baisses de taux anticipées à l'horizon de 2023-2024. Le Bund surréagit même impliquant une pression baissière accrue sur les primes de terme. Le Bund revient ainsi autour de -0,40%. L'Allemagne restera pourtant très active sur le primaire en août. Cela pourrait peser sur les swap spreads dont l'élargissement récent apparaît rapide au regard de la volatilité habituelle de ce spread. Le PEPP reste très présent avant la réduction saisonnière des achats en août. Le consensus acheteur de dettes périphériques est un frein à la performance mais la réduction du besoin de financement de l'Espagne (-20 Mrds € en 2021) et l'annulation d'émissions italiennes laissent finalement peu d'alternatives. Le Portugal devrait également ajuster son programme à la baisse. Les valorisations de la dette grecque (avec un 5 ans en rendement négatif) sous la courbe italienne traduisent des excès même si un relèvement de la notation en octobre (S&P BB pos) est probable. La BCE devra aussi statuer sur l'inclusion de la Grèce dans l'APP, lorsque le PEPP arrivera à échéance. Les spreads du BTP italien se réduisent de 2pb à 104pb en clôture hebdomadaire.

Les spreads de crédit se sont légèrement tendus (+1pb) mais les indices de CDS semblaient finalement emboîter le pas des marchés actions. L'iTraxx IG se resserre de 1pb à 46pb et le Crossover de 6pb. Le rendement du segment 1-3 ans flirte avec les plus bas historiques proches de -0,20% mais on observe parallèlement un peu de décompression sur les dettes hybrides subordonnées. Le crédit américain s'écarte en revanche de 5pb environ. Le high yield a subi la plus forte volatilité des actions. Il est à noter que depuis le 15 juin, on observe une sous-performance des notations les plus basses. Les obligations notées B s'écartent de 38pb contre 11pb sur le BB. Le marché primaire reste pourtant ouvert y compris pour des transactions risquées. La thématique des étoiles montantes (du HY vers l'IG) semble privilégiée.

Le marché des actions s'est retourné à la hausse grâce aux achats opportunistes après la brève correction de 3%. La saison des résultats s'ouvre sous les meilleurs auspices. Le consensus des analystes est battu dans 87% des cas sur le S&P 500 et 70% sur le Stoxx 600. Tous les secteurs semblent bien orientés.

**Axel Botte**

Stratégiste international

## ● Marchés financiers

<b>Emprunts d'Etats</b>	<b>26/07/21</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
EUR Bunds 2a	-0.73 %	-4	-8	-3
EUR Bunds 10a	-0.42%	-3	-27	+15
EUR Bunds 2s10s	31 bp	+1	-18	+18
USD Treasuries 2a	0.19 %	-2	-7	+7
USD Treasuries 10a	1.24 %	+5	-28	+33
USD Treasuries 2s10s	105 bp	+8	-21	+26
GBP Gilt 10a	0.57 %	+1	-21	+37
JPY JGB 10a	0.01 %	0	-4	-1
<b>EUR Spreads Souverains (10a)</b>	<b>26/07/21</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
France	34 bp	-1	-1	+11
Italie	104 bp	-6	-4	-7
Espagne	69 bp	+3	+6	+8
<b>Inflation Points-morts (10a)</b>	<b>26/07/21</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
EUR OATi (9a)	131 bp	+3	-3	-
USD TIPS	233 bp	+7	-3	+34
GBP Gilt Indexés	355 bp	+10	+5	+55
<b>EUR Indices Crédit</b>	<b>26/07/21</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
EUR Credit IG OAS	84 bp	+1	+1	-8
EUR Agences OAS	43 bp	+1	+3	+2
EUR Obligations sécurisées OAS	38 bp	+2	+7	+5
EUR High Yield Pan-européen OAS	306 bp	+8	+9	-52
<b>EUR/USD Indices CDS 5a</b>	<b>26/07/21</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
iTraxx IG	46 bp	-2	+0	-1
iTraxx Crossover	233 bp	-10	+4	-8
CDX IG	49 bp	-3	+1	-2
CDX High Yield	282 bp	-14	+9	-11
<b>Marchés émergents</b>	<b>26/07/21</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2021 (pb)</b>
USD JPM EMBI Global Div. Spread	354 bp	+4	+18	+2
<b>Devises</b>	<b>26/07/21</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2021 (%)</b>
EUR/USD	\$1.179	-0.06	-1.1	-3.54
GBP/USD	\$1.379	+0.88	-0.68	+1.02
USD/JPY	¥110.28	-0.81	+0.25	-6.33
<b>Matières Premières</b>	<b>26/07/21</b>	<b>-1sem (\$)</b>	<b>-1m(\$)</b>	<b>2021 (\$)</b>
Brent	\$73.9	\$5.3	-\$1.5	\$22.7
Or	\$1 808.0	-\$0.9	\$28.4	-\$86.3
<b>Indices Actions</b>	<b>26/07/21</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2021 (%)</b>
S&P 500	4 412	1.96	3.06	17.46
EuroStoxx 50	4 097	4.28	-0.59	15.31
CAC 40	6 558	4.16	-0.98	18.13
Nikkei 225	27 833	-1.58	-4.24	1.42
Shanghai Composite	3 467	-2.03	-3.88	-0.16
VIX - Volatilité implicite	18.28	-18.76	17.03	-19.65

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](http://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 ...26/07/2021

### 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](http://www.ostrum.com)