

● La revue des marchés : C'est la rentrée !

- Après la pause estivale, MyStratWeekly est de retour. Pour ce premier numéro nous vous proposons une revue détaillée des marchés sur l'été. La partie thématique fera son retour la semaine prochaine.
- Le rendez-vous de Jackson Hole était évidemment dans toutes les têtes. J. Powell a jusqu'ici distillé des indices d'une prochaine diminution du programme mensuel d'achat d'actifs ; elle pourrait débiter au T4 2021. Une baisse linéaire semble s'imposer comme l'assurance d'un impact minimal sur la volatilité des marchés.
- La BCE est en vitesse de croisière avec un QE qui continue et contribue à maintenir des taux Bund et périphériques très stables. Le Conseil des Gouverneurs réfléchit également à l'après-PEPP, sujet majeur, même s'il ne faut pas attendre d'information sur le sujet dans les mois à venir, la décision devant intervenir en mars 2022.
- Dans ce contexte de volatilité écrasée, les actifs risqués se sont bien comportés, actions en hausse et spreads de crédit très stables.
- Il faut néanmoins se méfier de l'eau qui dort, les signes de nervosité, ou tout au moins de prudence, du marché s'accumulent. Avec des valorisations tendues, voire extrêmement tendues dans certains cas, et une croissance qui a clairement passé son point haut, il est effectivement difficile de trouver des raisons pour un second souffle des marchés.

● Le graphique de la semaine



Source : Bloomberg, Ostrum AM

● Le chiffre de la semaine

-1,08

Source : Ostrum AM

Les taux réels américains à 10 ans ont rebaisé après Jackson Hole et sont nettement en dessous de -1 %. La répression financière fonctionne à plein !

Le rebalancement des portefeuilles vers les taux a eu lieu en juillet. La collecte des ETF « Eurozone Fixed Income » a été importante depuis avril.

Il n'en demeure pas moins que la collecte sur les actions européennes se poursuit. Comme souvent, l'Europe emprunte avec retard le même chemin que les Etats-Unis. La demande reste donc marquée et continue de supporter les marchés actions européens.

Le volume des achats sur les derniers mois compense d'ailleurs la baisse enregistrée sur la première moitié de l'année dernière en plein épisode Covid.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés

● **Thème de la semaine**

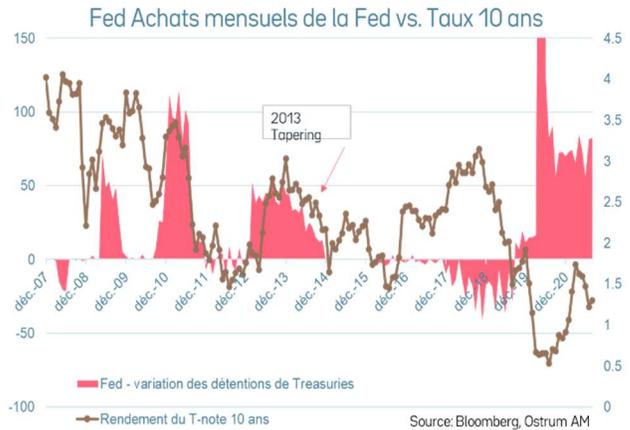
C'est la rentrée

Après la pause estivale, MyStratWeekly est de retour. Pour ce premier numéro nous vous proposons une revue détaillée des marchés sur l'été. La partie thématique fera son retour la semaine prochaine.

Les politiques monétaires continuent de dicter le directionnel taux

Au cours de l'été, les marchés de taux se sont encore éloignés des fondamentaux économiques. Le T-note américain reste ancré sous 1,4 % par une Fed qui cherche désespérément le moyen le plus indolore de sortir d'une politique monétaire en net décalage avec la réalité économique. L'inflation supérieure à 5 % commence à peser sur la confiance des ménages. Le caractère transitoire de la hausse des prix est en débat alors que les tensions dans les chaînes de production mondiales ne semblent pas se résorber. La croissance forte aux Etats-Unis est à peine perturbée par l'émergence du variant delta. Les prix des actifs sont généralement jugés excessifs.

Le rendez-vous de Jackson Hole était évidemment dans toutes les têtes. Plusieurs membres non-votants du FOMC (dont Bullard, George, Kaplan) penchent pour anticiper la réduction du soutien monétaire. La Fed achète 80 Mrds \$ de Treasuries et 40 Mrds \$ de créances hypothécaires chaque mois. Jerome Powell a jusqu'ici distillé des indices d'une prochaine diminution du programme mensuel d'achat d'actifs. Cette baisse pourrait débuter au 4T 2021. Une baisse linéaire semble s'imposer comme l'assurance d'un impact minimal sur la volatilité des marchés. En effet, l'annonce surprise de Ben Bernanke en mai 2013, bien que très en amont de la réduction effective du *quantitative easing*, avait provoqué une forte hausse des taux d'1,6 % à 3 % sur le 10 ans américain.



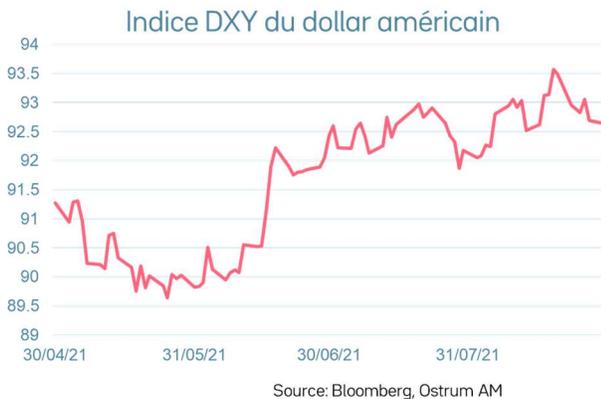
Les inévitables précautions de langage contribuent à maintenir une prime de terme très faible sur les marchés de taux américain. Fin août, elle était même redevenue négative de 17pb selon les estimations de la Fed de New York. La crise afghane explique en partie la recherche de sécurité qui s'exprime par des rachats de Treasuries.

Mais, il apparaît également que la Fed peine à convaincre les intervenants quant à ses projections de taux Fed Funds à moyen terme. Les taux courts implicites à terme plafonnent à 1,75 % alors que la Fed maintient une projection de 2,5 %.

Parallèlement, la situation budgétaire n'est pas sans incidence sur les marchés de taux. La suspension du plafond de la dette s'est terminée au 31 juillet. La capacité d'emprunt de l'Etat américain est réduite. Le Trésor est contraint de puiser dans sa trésorerie pour financer des dépenses fédérales de l'ordre de 600 Mrds \$ chaque mois. Le compte du Trésor s'affichait à 310 Mrds \$ fin août. Or l'objectif est de maintenir un volant de liquidités de 800 Mrds \$ environ en vitesse de croisière désormais. Le Trésor recourt à des mesures extraordinaires pour financer ses dépenses... mais n'aura plus de visibilité au-delà de la mi-octobre. Le spectre du défaut technique resurgira. L'utilisation des réserves de trésorerie réduit ainsi l'encours de T-bill disponible pour les acteurs de marché et par voie de conséquence engendre un excédent massif de liquidités dans les fonds monétaires et les banques. Ces fonds se placent naturellement sur l'actif sans risque ou retournent à la Réserve Fédérale sous forme de reverse repo. Les montants redéposés sont considérables de sorte que la recherche de collatéral totalise, fin août, plus de 1 135 Mrds \$. Il s'agit là du principal écueil des programmes de *quantitative easing*, qui crée conjointement des liquidités excédentaires et des pénuries d'actifs et par voie de conséquences des distorsions durables de valorisation.

L'effet de la politique monétaire a sans doute été amplifié par un consensus vendeur largement répandu, motivé sans doute par la hausse effrénée des marchés d'actions et l'embellie économique. Les investisseurs finaux, pris à contrepied, n'avaient d'autre option que de couvrir leurs

pertes dans la hausse du marché en rachetant leurs positions. On observe également un retour sur le dollar visible au travers d'un net regain d'intérêt des non-résidents pour les Treasuries. Le dollar s'est très bien tenu au cours de l'été (1,175\$ au 26 août) peut-être à cause des délais dans l'adoption des plans budgétaires ambitionnés par l'Administration Biden. Les dépenses d'infrastructures seront scindées en deux plans distincts pour s'accommoder des complexités du processus budgétaire américain.



L'inflation jugée transitoire par la Fed reste un thème central pour les marchés de taux américains. La hausse des prix des biens durables pèse désormais sur la confiance. Le coût du logement en hausse constante depuis 18 mois réduit l'accès à la propriété et, in fine, renchérit les loyers. Les tensions sur les prix de l'énergie (gaz naturel) reviennent également. Certes, l'inflation a probablement atteint son pic à 5,4 % en juillet (CPI), mais le comportement des entreprises change de sorte que les prix s'ajustent désormais à la persistance des tensions sur les coûts. Les points morts de marché ont peu évolué mais restent dans le haut de la fourchette observée depuis le printemps. Les swaps d'inflation à 10 ans terminent le mois d'août au-delà de 2,5 %.

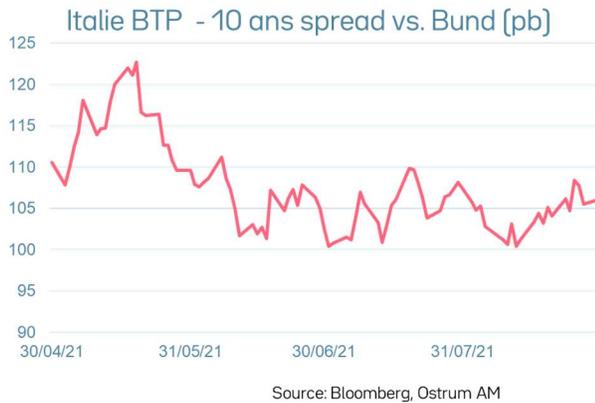
Le marché américain a aussi dicté la tendance sur le Bund au cours de l'été. Les allocataires ont également largement réalloué les profits engrangés sur les marchés d'actions au premier semestre vers les marchés obligataires. L'emprunt allemand a retrouvé des niveaux très bas proche du taux de dépôt fixé à -0,50 %. L'agence allemande était pourtant la seule active en août dans un marché primaire largement déserté par la majorité des émetteurs souverains. Certes, le Bund n'a pas retrouvé ses niveaux de l'été meurtrier de 2019 (sous -0,80 %) mais cette baisse est incompatible avec la poursuite de l'embellie économique et l'inflation plus élevée dernièrement (2,2 % en juillet). Les craintes initiales liées au variant delta s'avèrent injustifiées selon les enquêtes. Malgré le contexte porteur, la BCE continue de marteler son discours accommodant. Philip Lane, son chef économiste, étant toujours prompt à signaler la capacité d'intervention de

la BCE si le *tapering* annoncé de la Fed se transmettait aux marchés obligataires de la zone euro. L'attractivité des marchés de taux européens s'est détériorée et les investisseurs non-résidents semblent fuir les rendements négatifs en euro principalement au profit des Treasuries. L'inquiétude est mesurée étant donné le niveau très bas des taux et des spreads.

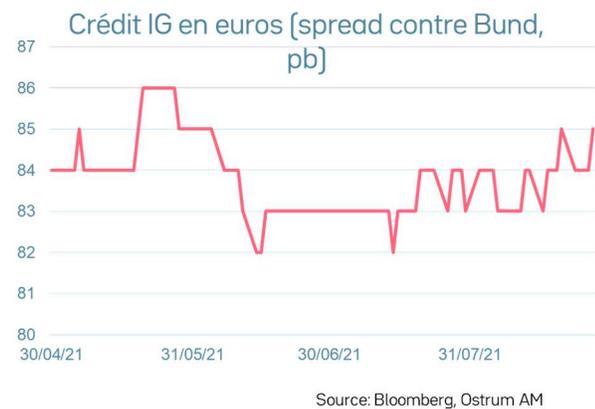
La reformulation de l'objectif d'inflation, désormais symétrique autour de 2 %, laisse aussi entrevoir une prolongation de la politique d'assouplissement à l'horizon de plusieurs années. Le Conseil des Gouverneurs réfléchit également à l'après-PEPP. L'inclusion de la problématique climatique et de son impact potentiel sur les prix et la stabilité financière devrait se matérialiser par un nouveau plan d'achats d'actifs et une réorientation des tombées des portefeuilles de crédit notamment vers des émissions vertes.

Hormis le *rally* du Bund, les dettes souveraines se sont bien comportées cet été malgré une réduction du positionnement acheteur sur les dettes périphériques. La liquidité excédentaire tend à écraser les primes de risque, de sorte que la Grèce, par exemple, traite à des spreads proches de ceux de l'Espagne sur les maturités longues.

Les premiers déboursments du plan de relance européen ont été effectués. Seules l'Italie et la Grèce requerront la totalité des prêts et des subventions, mais d'autres pays (Portugal, Pologne, Chypre...) emprunteront une partie des montants proposés par l'UE. L'Espagne se laisse jusqu'en 2023 pour solliciter ou non ces prêts européens. Les spreads sont restés globalement sans tendance au cours de l'été. Le BTP italien à 10 ans a évolué dans une marge étroite entre 100pb et 110pb en juillet-août. La maîtrise de la situation sanitaire et le regain de croissance permettent d'envisager un redressement des comptes publics et une diminution des besoins de financement. Les Trésors sont généralement en avance sur leurs programmes annuels alors que les fonds européens et l'amélioration des recettes fiscales réduisent le risque de tensions des spreads. Les notations pourraient aussi s'améliorer, la Grèce notamment pourrait voir sa note relevée d'un cran à l'automne. Il faudra néanmoins que la BCE revoit ses critères d'inclusion à l'APP pour maintenir ses achats de GGBs au-delà de mars 2022. Gageons que l'institution trouvera le moyen de maintenir des conditions financières favorables.



L'action de la BCE continue de maintenir les spreads de crédit sous cloche. La prime de l'investissement grade européen est restée quasiment inchangée depuis le mois de juin autour des 85pb. Le marché primaire quasiment à l'arrêt durant l'été a permis à la BCE de procéder à la réduction saisonnière de ses achats en août. Cela étant le phénomène de raréfaction des papiers demeure et tendra d'ailleurs à s'accroître après la rentrée. Les rendements négatifs restent un frein important à l'investissement sur le crédit par une majorité d'institutionnels. Les flux de remboursements des dettes d'entreprises non-financières devraient être supérieurs aux émissions obligataires sur les quatre derniers mois de l'année.



Le marché primaire du high yield est resté plus actif comparativement à l'investissement grade. Les publications trimestrielles sont plus tardives que dans l'univers investment grade et l'appétit pour le rendement des investisseurs semble insatiable. L'activité du marché primaire est bien supérieure aux années antérieures et, malgré des flux sortants des fonds high yield, les nouvelles émissions continuent de se placer. Le total d'émissions cette année pourrait atteindre les 100Mrds €, un record historique. Il apparaît que le CSPP de la BCE a pour effet collatéral de déplacer la demande institutionnelle vers les notations plus risquées. Cela est rendu possible par le redressement des

cash-flows et un taux de défaut particulièrement faible au sortir d'une récession pourtant sans précédent. Le taux de défaut du high yield sur 12 mois reste inférieur à 2 %. Les spreads sur le high yield demeurent inférieurs à 300pb avec toutefois une dynamique plus porteuse sur les notations les plus élevées susceptibles de retrouver une notation investment grade à la faveur de la reprise économique. Une forme de décompression des primes de risque se poursuit à pas mesurés, mais la toile de fond reste globalement solide sur le segment du high yield.

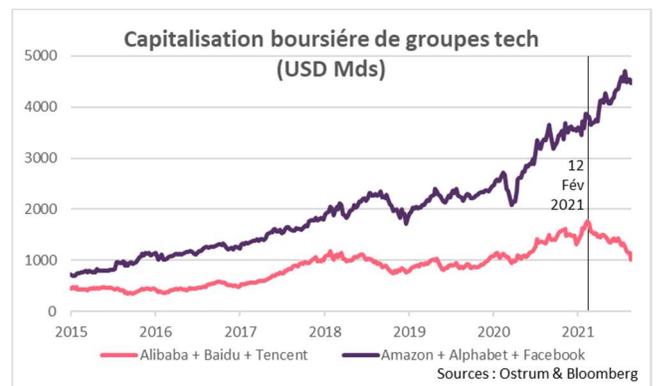
Marché actions, pas si optimistes que ça

Le bilan des deux mois d'été est plutôt positif pour l'ensemble des bourses mondiales. Le MSCI monde gagne plus de 3 % et la majorité des bourses mondiales s'inscrit en hausse.

Les fondamentaux ont continué à supporter les marchés avec des données économiques qui confirment la reprise même si elles ont beaucoup moins surpris à la hausse que pendant les mois précédents. La saison des résultats a elle aussi été de très bonne tenue, sur l'indice EuroStoxx le chiffre d'affaire est 4,5 % au-dessus des attentes alors que les bénéfices sont 31 % plus élevés.

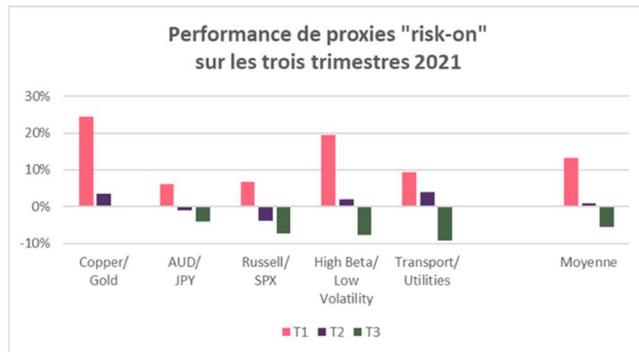
Il est d'ailleurs intéressant de noter que les marges ont très bien tenu, ce qui explique les surprises sur les bénéfices. Ceci malgré la progression du prix des input pour les entreprises qui aurait dû jouer en sens inverse. C'est donc un signe que les entreprises ont pu faire passer cette hausse sur leurs produits finis et qu'elles ont donc du pricing power. C'est donc aussi un signe que les pressions inflationnistes se diffusent et se répercutent sur le consommateur final.

L'exception provient évidemment de la Chine, où les indices ont dévissé, surtout à la suite des décisions réglementaires sur les géants de la tech. Il faut toutefois remarquer, comme le graphique ci-dessous le montre, que la sous performance de ce secteur avait commencé avant.

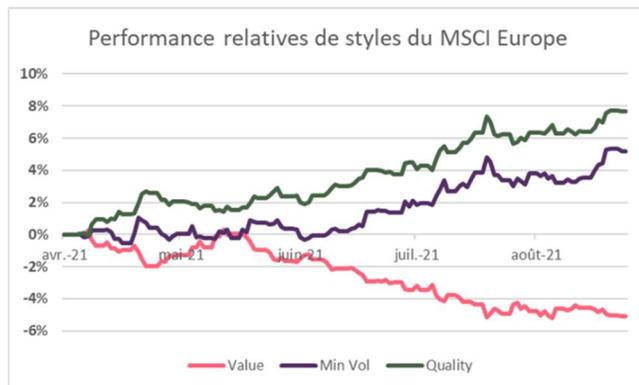


Il nous semble toutefois pertinent de prendre le contre-pied de ce tableau quelque peu idyllique. Si les marchés en surface semblent positifs, dans une ambiance très « risk-on », certains détails montrent une attitude beaucoup plus nerveuse.

Commençons par un certain nombre de positions d'investissement qui doivent normalement fonctionner en période « risk-on ». Le graphique ci-dessous montre que toutes ces positions ont eu une très belle performance sur le premier trimestre de cette année, une performance quasi nulle sur le second, et elles ont toutes généré une performance négative depuis début juillet. Il semble donc que ces marqueurs de la psychologie des marchés envoient un message beaucoup plus mesuré, voire anxiogène.

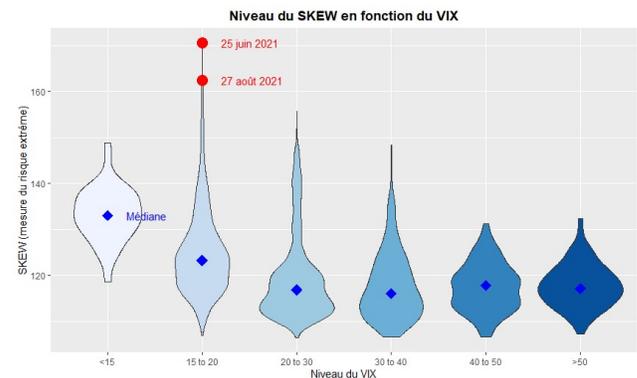


De même, si les marchés actions ont bien eu une performance positive, la typologie est beaucoup plus « risk-off ». Les actions à faible volatilité ou celles de qualité ont eu une performance relative très marginale sur le T2 de cette année mais ont été très recherchées depuis juillet. Un symptôme clair de marché qui cherche la sécurité. A l'opposé, les actions « value », que le marché applaudit durant les phases de rebond économique ou d'optimisme en hausse, ont connu le chemin inverse avec une performance relative assez négative sur les deux derniers mois. Là aussi un signe que le marché pénalise les dossiers les plus risqués.



Dernier élément, la volatilité est restée très faible durant tout l'été. Le VIX a passé la barre des 20 % mais est vite redescendu et la volatilité réalisée sur toutes les classes d'actifs est nettement inférieure à sa moyenne de long terme (avec la notable exception des matières premières où la volatilité enregistrée sur ces trois derniers mois est proche de la normale).

Toutefois, là aussi, une lecture attentive donne un tableau plus contrasté. Si le VIX est resté très sage, le SKEW a touché un plus haut historique fin juin et reste à des niveaux inhabituellement élevés. Le VIX mesure la volatilité anticipée sur le S&P 500, le SKEW est un prix de volatilité extrême. Le marché est donc positionné à la fois pour un marché calme (le scénario central est donc très encourageant), mais aussi pour un risque de correction important (le scénario alternatif négatif de plus en plus probable). La zénitude du marché n'est donc vraie qu'en surface.



Conclusion

Les marchés sont plutôt restés calmes durant l'été. L'événement majeur, comme attendu, était le discours de J. Powell à Jackson Hole. Exercice réussi dans la mesure où il a confirmé l'imminence du tapering sans créer de « taper tantrum ». Parallèlement, la BCE reste sur une politique très accommodante, qui a contribué à stabiliser le Bund ainsi que les écarts de taux avec les pays périphériques.

Dans ce contexte de volatilité écrasée, les actifs risqués se sont bien comportés, actions en hausse et spreads de crédit très stables. Il faut néanmoins se méfier de l'eau qui dort, les signes de nervosité, ou tout au moins de prudence, du marché s'accumulent. Avec des valorisations tendues, voire extrêmement tendues dans certains cas, et une croissance qui a clairement passé son point haut, il est effectivement difficile de trouver des raisons pour un second souffle des marchés.

Axel Botte, Stéphane Déo

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	30/08/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.74 %	+1	+3	-4
EUR Bunds 10a	-0.42%	+6	+4	+15
EUR Bunds 2s10s	32 bp	+5	+2	+19
USD Treasuries 2a	0.22 %	-1	+3	+10
USD Treasuries 10a	1.3 %	+6	+9	+40
USD Treasuries 2s10s	108 bp	+6	+5	+30
GBP Gilt 10a	0.58 %	+6	+2	+38
JPY JGB 10a	0.02 %	+0	+0	+0
EUR Spreads Souverains (10a)	30/08/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
France	35 bp	+1	0	+12
Italie	107 bp	+0	-2	-5
Espagne	71 bp	+0	-2	+10
Inflation Points-morts (10a)	30/08/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR OATi (9a)	141 bp	+3	+0	-
USD TIPS	239 bp	+11	-1	+41
GBP Gilt Indexés	364 bp	+8	+11	+64
EUR Indices Crédit	30/08/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Credit IG OAS	85 bp	+0	+1	-7
EUR Agences OAS	43 bp	+0	-1	+2
EUR Obligations sécurisées OAS	37 bp	-2	-2	+4
EUR High Yield Pan-européen OAS	297 bp	-5	-11	-61
EUR/USD Indices CDS 5a	30/08/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
iTraxx IG	45 bp	-1	-1	-2
iTraxx Crossover	230 bp	-3	-6	-11
CDX IG	46 bp	-2	-3	-4
CDX High Yield	275 bp	-9	-14	-18
Marchés émergents	30/08/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	347 bp	-8	-13	-5
Devises	30/08/21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
EUR/USD	\$1.180	+0.5	-0.61	-3.49
GBP/USD	\$1.376	+0.26	-1.06	+0.78
USD/JPY	¥109.89	-0.11	-0.15	-6
Matières Premières	30/08/21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2021 (\$)
Brent	\$72.8	\$4.0	-\$2.6	\$21.7
Or	\$1 816.9	\$13.7	\$2.7	-\$77.4
Indices Actions	30/08/21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
S&P 500	4 509	1.52	2.60	20.06
EuroStoxx 50	4 199	0.53	2.67	18.18
CAC 40	6 694	0.17	1.23	20.58
Nikkei 225	27 789	1.07	1.85	1.26
Shanghai Composite	3 528	1.47	3.85	1.59
VIX - Volatilité implicite	16.39	-2.80	-8.61	-26.73

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 ...30/08/2021

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