

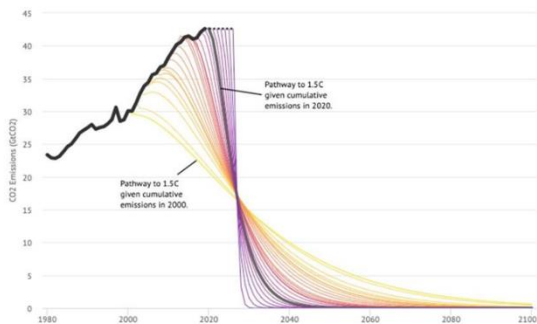
● Le thème de la semaine : le capitalisme sans capital

- Les marchés ont constamment récompensé les entreprises qui rendent le cash aux actionnaires et pénalisé celles qui investissent. Résultat, une déformation des flux de trésorerie très nette en faveur des rachats d'actions et dividendes et au détriment de l'investissement ;
- Ceci a contribué à transférer aux pays émergents la partie de la production intensive en capital. Cela a aussi contribué à augmenter les marges et les flux de trésorerie des entreprises ;
- Il n'est pas du tout certain, dans un monde post-pandémie, que cette logique du « capitalisme sans capital » soit tenable. Dans ce cas, le niveau de rentabilité des entreprises serait inévitablement affecté et les valorisations, très exigeantes, pourraient être difficiles à justifier.

● La revue des marchés : Lorsque le marché change d'avis

- Chiffres de croissance décevants et chiffres d'inflation dynamiques ;
- La courbe anticipe maintenant des hausses de taux rapides ;
- Cela s'accompagne de plus de stress sur la courbe et d'un aplatissement sur le long ;
- Ce stress n'a pas encore contaminé les actions. Mais...

● Le graphique de la semaine



Emission reduction trajectories associated with a 66% chance of limiting warming below 1.5C, without a reliance on net-negative emissions, by starting year. Solid black line shows historical emissions, while coloured lines show different pathways to limit | Carbon Brief

La réduction des émissions de gaz à effet de serre devra être d'autant plus rapide qu'elle sera mise en place tard. L'ajustement graduel, s'il avait commencé en 2020, devient rapidement une pente très prononcée.

La première conséquence est que l'objectif fixé semble de plus en plus difficile à atteindre et donc improbable.

La seconde conséquence est que la probabilité d'un ajustement « trop tard, trop violent » ne cesse d'augmenter. A force de retarder l'échéance on s'expose à un risque climatique important.

● Le chiffre de la semaine

23,5

Source : Ostrum AM

L'âge moyen des infrastructures publiques aux États-Unis. Il était de 16,5 ans en 1970 et le chiffre n'a cessé d'augmenter depuis. Le besoin d'investissements publics est très réel.



Stéphane Déo

Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte

Stratégiste international
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès

Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

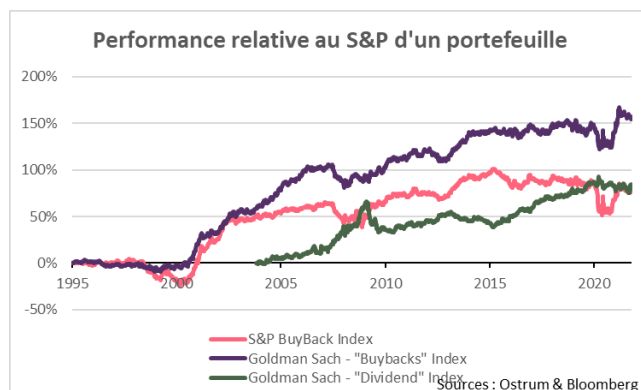
•Thème de la semaine

Le capitalisme sans capital

Les marchés ont très nettement récompensé les entreprises qui rendaient leur trésorerie aux actionnaires : rachats d'actions et dividendes. En revanche, les entreprises qui investissent sont en général pénalisées. L'incitation est très claire pour les entreprises : se défaire de la partie intensive en capital de leur activité, utiliser des sous-traitants pour cela, et rémunérer l'actionnaire sous forme de rachats d'actions ou dividendes. La conséquence est un taux de marge important. Cette logique, poussée à l'extrême, a conduit les entreprises à constituer des chaînes de production internationales complexes, avec, en conséquence, les problèmes de goulets d'étranglement que nous connaissons actuellement. Il est peut-être temps de changer de logique et de revenir à un monde où l'investissement est considéré comme positif.

Ce que le marché veut...

Commençons par un graphique très simple. Nous utilisons trois portefeuilles constitués de valeurs du S&P qui font beaucoup de rachats d'actions, ainsi que celles qui payent des dividendes importants. La performance relative de ces trois portefeuilles est sans ambiguïté : ils ont tous les trois généré une surperformance notable et relativement stable.



Le marché récompense très clairement les entreprises qui rendent leur trésorerie aux actionnaires.

On peut être tenté d'expliquer cette attitude en disant que les entreprises qui font le plus de rachats d'actions ou qui payent le plus de dividendes sont celles qui ont le plus de flux de trésorerie, et donc celles qui sont tout simplement le plus profitables. Si cette explication est effectivement probable, il est intéressant de noter que l'indice Goldman des entreprises avec fort taux d'investissement et R&D a sous-performé l'indice « buyback » de 4 % par an en moyenne depuis 1995 et a sous-performé l'indice « dividende » de 2,5 % par ans depuis 2005.

L'explication la plus pertinente est donc que les marchés favorisent l'utilisation des flux de trésorerie rendus à l'actionnaire, dividendes et rachats, au détriment de l'investissement. D'ailleurs l'indice « buyback » commence son essor en 2000, le moment où la Chine rejoint l'OMC officiellement (la Chine l'a rejoint le 11 décembre 2001). Il semble qu'à partir de ce moment, marquant le début d'une mondialisation effrénée, les marchés financiers aient incité les entreprises à se défaire de la partie intensive en capital de leur activité, d'utiliser des sous-traitants pour cela, et de rémunérer l'actionnaire sous forme de rachats d'actions ou dividendes.

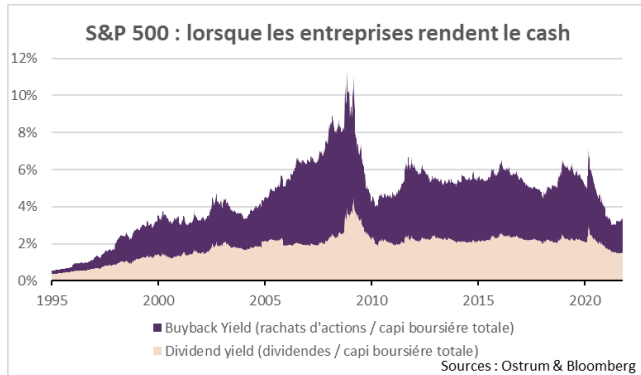
C'est ce qu'on appelle le « capitalisme sans capital ». L'idée est simple : la partie intensive en capital est souvent la moins profitable dans un business model et il convient donc de l'externaliser. L'argument est d'ailleurs valide également pour l'emploi industriel qui a beaucoup souffert dans les pays développés. Les pays émergents, et en premier lieu la Chine, souhaitent récupérer cette partie de l'activité qui fait partie de leur stratégie de développement. Ceci permet aux entreprises d'améliorer leur structure de coût. Et le marché de conclure que les entreprises qui ne participent pas au mouvement et conservent des investissements lourds, sont des entreprises qui n'ont pas compris le sens de l'histoire. Il est alors normal qu'elles soient pénalisées.

Les marchés financiers constituent donc une incitation forte pour les entreprises à rester prudentes sur leur investissement et à rendre la trésorerie à l'actionnaire.

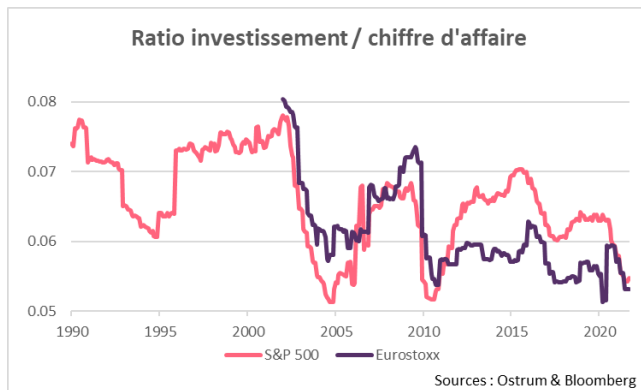
Les entreprises répondent

Un papier académique va un pas plus loin (Cf. « A Catering Theory of Dividends », Juin 2004, The Journal of Finance, Jeffrey Wurgler & Malcolm Baker) : il montre que lorsque les marchés récompensent les entreprises à forts dividendes, l'ensemble des entreprises a tendance à augmenter ces mêmes dividendes. Résultat logique : les directeurs financiers répondent simplement aux incitations de marché pour maximiser la valeur boursière de leur entreprise.

Le graphique ci-dessous montre qu'effectivement les entreprises américaines ont fortement fait progresser le « total yield » depuis un quart de siècle. Le « total yield », en jargon de stratège, est la somme du « dividende yield » (le ratio entre dividendes versés et capitalisation boursière) et du « buyback yield » (le ratio entre rachats d'actions et capitalisation boursière). Le montant de liquidité retourné à l'actionnaire a été, de manière très récurrente, de l'ordre de 5 % de la capitalisation boursière, ce qui est plus que conséquent.



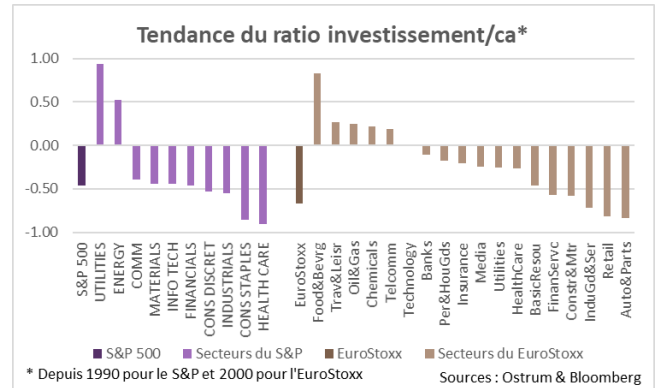
Dans cette logique on devrait donc s'attendre à ce que les flux de trésorerie soient de plus en plus utilisés pour les rachats d'actions ou dividendes, au détriment de l'investissement. Le graphique suivant montre, qu'effectivement, le niveau d'investissement s'est considérablement tassé depuis 30 ans aux États-Unis et depuis 20 ans en Europe.



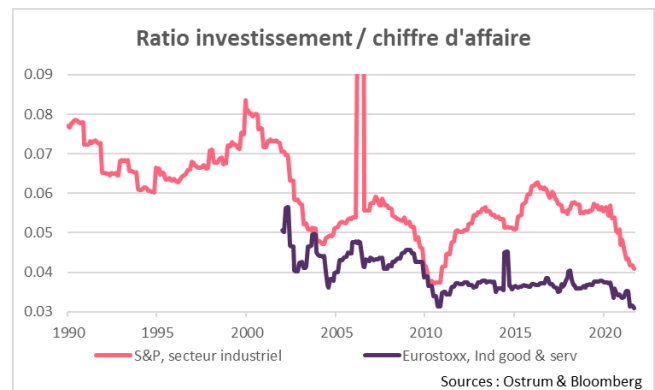
Ce résultat pourrait être lié néanmoins à un effet de composition, les secteurs plus légers en investissement prenant une place plus importante dans l'indice. Ce n'est pas le cas. Le graphique ci-dessous regarde la tendance du ratio investissement sur chiffre d'affaire pour les secteurs du S&P 500 et ceux de l'Euro Stoxx.

Dans le cas du S&P, 8 des 10 secteurs ont vu leur ratio se réduire, seuls les secteurs des utilities et de l'énergie ont

progressé. Dans le cas de l'Euro Stoxx, on obtient un résultat similaire, avec 14 des 19 secteurs qui ont baissé leur ratio. Seuls ont progressé l'alimentaire, les voyages, l'énergie, la chimie et les télécoms.



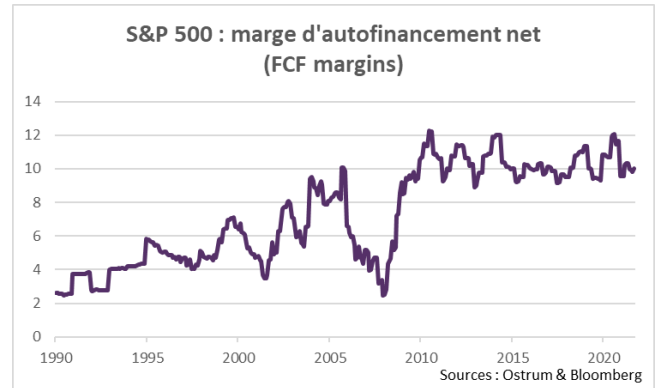
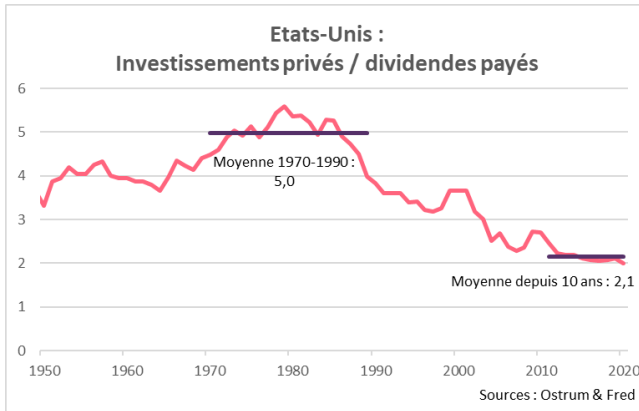
Il est particulièrement intéressant de noter que les secteurs industriels illustrent très bien notre thèse. Dans le secteur industriel, aux États-Unis, le ratio investissement sur chiffre d'affaire a quasiment été divisé par deux depuis 30 ans ! Les données, moins longues malheureusement, en Europe montrent toutefois une baisse d'une ampleur comparable.



Que faire des flux de trésoreries si les entreprises arrivent à fonctionner avec un stock de capital beaucoup plus faible et moins de besoins d'investissement ?

Finalement, on peut aussi voir cette évolution avec le ratio entre dividendes et investissement. On ne dispose, hélas, de données fiables que dans le cas des États-Unis. Le graphique ci-dessous montre le ratio entre les données d'investissement non résidentiel (données de PIB), et les statistiques de paiements de dividendes agrégées pour l'ensemble de l'économie. Pour chaque dollar de dividende, les entreprises américaines ont investi 2 dollars sur la décennie passée, alors qu'elles en avaient investi 5 sur les décennies 1970-1980.

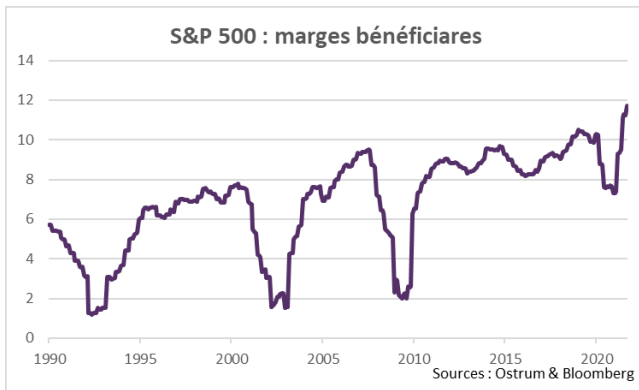
Le changement est saisissant.



Trop de rentabilité ?

Conséquence : les entreprises se sont spécialisées dans la partie de leur activité qui est la moins consommatrice en capital et donc la plus rentable.

Là aussi, les chiffres disponibles pour l'Europe ne sont pas assez fiables sur plusieurs décennies, et nous utilisons donc les chiffres du S&P 500 à titre d'illustration. Les marges bénéficiaires n'ont cessé de progresser et atteignent à l'heure actuelle des niveaux records.



La très faible consommation de trésorerie rend la dynamique des marges d'autofinancement net (ou « Free Cash Flow Margin » en bon français) encore plus spectaculaire.

Le dilemme, alors, pour tout bon directeur financier est de valider des projets d'investissement qui ne diluent pas le niveau des marges. Avec des marges bénéficiaires aussi confortables et des flux de liquidité aussi élevés, il est difficile de trouver des opportunités d'investissement qui aient un rendement marginal suffisant. En cas de dilution des marges, les marchés sont en général prompts à pénaliser l'entreprise.

Là aussi, il s'agit donc d'une incitation à rester extrêmement parcimonieux sur les investissements, et donc à rendre les excès de trésoreries à l'actionnaire.

Une logique poussée trop loin ?

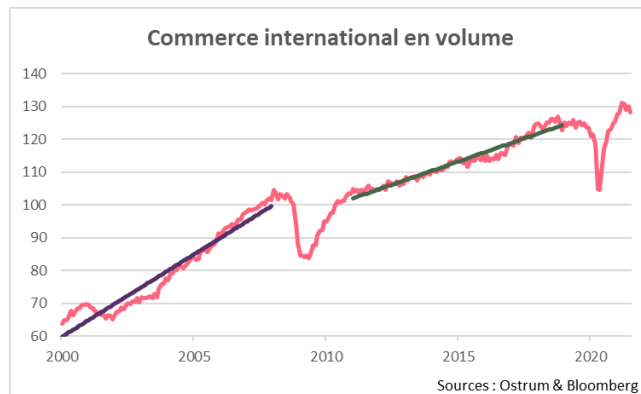
La conséquence de tout ceci est que bon nombre d'entreprises ont utilisé des sous-traitants, autant que faire se peut. Les chaînes de production sont devenues beaucoup plus efficaces, mais aussi beaucoup plus complexes. On estime par exemple que, pour produire une voiture, 33 pays participent en moyenne – plus d'une douzaine pour un vélo électrique.

Si cette tendance a permis d'améliorer la rentabilité des entreprises des pays développés, elle a aussi suscité une vague d'investissements sans précédent durant les deux dernières décennies dans les pays en voie de développement. Ces derniers ayant récupéré la partie intensive en capital de la production.

Oui, mais la contrepartie est que ces chaînes de production sont également très fragiles. C'est ce qu'a montré sans ambiguïté l'épisode covid. L'efficacité de la production, et donc la rentabilité, s'est donc accompagnée d'une vulnérabilité ou d'une fragilité accrue. Point qui n'avait pas forcément été pris en compte totalement.

Le graphique ci-dessous montre le changement de dynamique dans le commerce international. La progression a été très vigoureuse dans la décennie 2000-2010 (celle qui

a suivi l'entrée de la Chine à l'OMC) ; elle a été plus réservée sur la dernière décennie. La progression a tendance à s'estomper à l'heure actuelle.



Il existe trois éléments majeurs qui expliquent ce ralentissement :

- Les coûts de transports ont progressé, ce qui augmente les frais de logistique sur les chaînes de production internationales.
- Le différentiel de coût s'est, en partie, estompé. Par exemple le différentiel de salaires entre Europe de l'ouest et Europe de l'est est moins extrême qu'il ne l'a été.
- Le facteur risque doit être pris en compte, soit lorsqu'il s'agit de composants qui font porter un risque de sécurité (freins de voitures par exemple),

soit parce que la chaîne de production comporte un risque du fait même de sa complexité.

Conclusion : dilemme

Il fut un temps – les deux dernières décennies pour faire simple – où l'intérêt des marchés, des entreprises, et la mondialisation étaient alignés. Les marchés souhaitaient des entreprises aussi « capital light » que possible, afin d'améliorer leur rentabilité. Ceci a contribué à créer une vague de mondialisation très rapide rendue possible par l'accession de la Chine à l'OMC. Si cette logique a été poussée trop loin, comme nous le disions plus haut, nous entrons dans un conflit d'intérêt.

D'un point de vue strictement financier, la logique est intacte et le marché devrait continuer à favoriser les entreprises qui opèrent avec un bilan allégé et des besoins d'investissement limités. D'un point de vue plus fonctionnel, les entreprises, mais aussi les États, souhaiteront probablement faire un pas en arrière. Les objectifs deviennent alors divergents. Il n'est pas du tout certain, dans un monde post-pandémie, que la logique du « capitalisme sans capital » soit tenable : dans ce cas, le niveau de rentabilité des entreprises serait inévitablement affecté. Et alors les valorisations, actuellement très exigeantes, pourraient être difficiles à justifier.

Stéphane Déo

● La revue des marchés

Lorsque le marché change d'avis

Les perspectives sur l'inflation forcent la courbe à anticiper une trajectoire de taux différente.

Les chiffres économiques cette semaine sont restés solides, même si les déceptions continuent. Le PIB américain est ressorti plus bas qu'attendu à 2,0 %, avec en particulier un niveau d'investissement décevant. En revanche, le PIB français était solide, +3,0 % sur le trimestre, et le niveau d'activité est déjà revenu quasiment au niveau pré-crise, alors qu'il avait fallu attendre 4 ans lors de la dernière crise pour corriger la baisse. Les chiffres restent donc solides, mais les indicateurs de surprises économiques, qu'ils soient globaux, européens ou américains, sont maintenant fermement en territoire négatif.

Les chiffres d'inflation, en revanche, continuent de galoper. Le « core PCE », indicateur privilégié par la Fed était de 4,5 %, certes en baisse, mais sur des niveaux qui restent très élevés. L'inflation européenne est ressortie à 4,1 %, avec surtout une inflation sous-jacente à 2,1 %. C'est la première fois depuis 2002 que l'inflation sous-jacente dépasse 2 %. Il faut aussi noter que les prix industriels en Europe progressent dans les divers pays à un rythme de 10 % à 15 %, ce qui constitue une dynamique pour les prix futurs.

Conséquence : la courbe change complètement sa perception de l'inflation et en corolaire la trajectoire des taux directeurs des Banques centrales. Les swaps inflation 10 ans européens et américains ont gagné plus de 20 pdb depuis le début du mois. Le swap 5 ans dans 5-ans européen est d'ailleurs repassé au-dessus de 2 %, pour la première fois en 7 ans. La courbe est maintenant cohérente avec une vue d'inflation qui reste au-dessus de l'objectif de la BCE à un horizon de plusieurs années.

Ceci a eu un impact important sur les anticipations de hausses des taux. On compte déjà 10 hausses de taux dans le monde sur le mois d'octobre. Derniers exemples, cette semaine, la Banque centrale du Brésil a annoncé une hausse de 125 pdb, la Banque du Canada a annoncé la fin de son QE et rapproché la perspective de hausses de taux.

Christine Lagarde n'a rien annoncé de substantiel durant la conférence de presse de la BCE ; le plan qui remplacera le PEPP sera annoncé lors de la réunion du 16 décembre. Malgré cela, les anticipations ont considérablement bougé. Le contrat future EONIA attend maintenant des taux positifs sur le 3 mois à fin 2023. Ce contrat a bougé de plus de 30 pdb sur le mois ! En ce qui concerne la Fed, le contrat décembre 2022 attend plus de deux hausses de taux avec,

là aussi, un changement très rapide des attentes depuis le FOMC du 22 septembre.

La partie courte de la courbe s'est donc beaucoup pentifiée à la fois aux États-Unis et en Europe. Avec des Banques centrales plus agressives et des chiffres de croissance en berne, la partie longue de la courbe s'est aplatie. Déformation de la courbe typique d'un cycle mature, avec des hausses de taux anticipées qui poussent le « belly » de la courbe à la hausse, alors que la partie longue bouge peu. On peut d'ailleurs noter que la partie 20-30 ans de la courbe Treasury s'est même inversée sur la semaine.

Le message envoyé par la courbe est donc double : (1) l'inflation est plus persistante qu'attendue et les Banques centrales vont être forcées à être plus agressives, (2) la croissance va souffrir.

Ce changement de courbe important a aussi généré un écartement des rendements périphériques. En particulier l'Italie, où le spread 10-ans a gagné 16 pdb sur la semaine, alors que les spreads sur les parties courtes étaient également sous pression.

Dernier symptôme, sans surprise au vu des mouvements enregistrés, les indicateurs de volatilité sur la courbe ont rebondi. Le MOVE (indicateur de volatilité sur la courbe Treasury) a dépassé 70, ce qui est largement dans le premier décile de sa distribution historique. En Europe on regarde la volatilité des swaptions, qui permet là aussi d'avoir une idée du niveau de stress des marchés de taux d'intérêt. Le 10 ans dans 1 an a touché 65, alors qu'il était à 35 en début d'année. En revanche, le VIX est resté très zen cette semaine, sous 18 et de même le V2X, l'équivalent pour l'Europe, sous 19. Il y a donc une schizophrénie importante des marchés entre le stress sur la courbe, qui est dans le décile haut de sa distribution historique, alors que le stress sur les actions reste très modéré. Historiquement, ce genre de divergence n'est pas tenable et donc n'est pas pérenne. Et, en général, c'est le marché des taux qui contamine le marché actions.

Dans un contexte de resserrement monétaire et de croissance en berne, il est effectivement probable de voir les marchés actions plus chahutés dans l'avenir. En attendant, la saison des résultats reste très bonne, avec des surprises sur les chiffres d'affaires, encore plus marquées sur les bénéfiques : signe que les marges ont très bien tenu. C'est la source du support pour le marché actions. Néanmoins, la saison des résultats n'est autre qu'un coup d'œil dans le rétroviseur, la question va se poser rapidement de la trajectoire future des bénéfiques. Avec des taux de marges très élevés, les perspectives ne peuvent qu'être moins euphoriques. Et le marché sera alors très vulnérable à la contamination de stress de la part du marché des taux.

Stéphane Déo

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	2-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.66 %	-1	+4	+4
EUR Bunds 10a	-0.17%	-5	+6	+40
EUR Bunds 2s10s	50 bp	-4	+2	+37
USD Treasuries 2a	0.45 %	+1	+19	+33
USD Treasuries 10a	1.53 %	-7	+7	+62
USD Treasuries 2s10s	108 bp	-9	-12	+29
GBP Gilt 10a	1.03 %	-8	+3	+84
JPY JGB 10a	0.08 %	-3	+2	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	2-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
France	35 bp	+1	+0	+12
Italie	124 bp	+12	+20	+12
Espagne	69 bp	+5	+5	+8
Inflation Points-morts (10a)	2-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR OATi (9a)	164 bp	+5	+13	-
USD TIPS	250 bp	-19	+12	+51
GBP Gilt Indexés	401 bp	-10	+20	+101
EUR Indices Crédit	2-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Credit IG OAS	88 bp	+1	+3	-4
EUR Agences OAS	46 bp	+3	+3	+5
EUR Obligations sécurisées OAS	43 bp	+2	+5	+11
EUR High Yield Pan-européen OAS	312 bp	-12	+3	-46
EUR/USD Indices CDS 5a	2-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
iTraxx IG	51 bp	+1	0	+3
iTraxx Crossover	260 bp	+6	+1	+19
CDX IG	52 bp	+1	-1	+2
CDX High Yield	302 bp	+4	-2	+8
Marchés émergents	2-nov.-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	358 bp	+1	-5	+7
Devises	2-nov.-21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
EUR/USD	\$1.159	-0.09	-0.31	-5.17
GBP/USD	\$1.361	-1.13	+0.01	-0.43
USD/JPY	¥113.78	+0.33	-2.5	-9.25
Matières Premières	2-nov.-21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2021 (\$)
Brent	\$84.4	-\$1.3	\$5.9	\$33.8
Or	\$1 788.2	-\$4.8	\$18.6	-\$110.2
Indices Actions	2-nov.-21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
S&P 500	4 631	1.22	6.28	23.28
EuroStoxx 50	4 297	1.73	6.48	20.95
CAC 40	6 933	2.46	6.37	24.88
Nikkei 225	29 521	1.43	2.61	7.57
Shanghai Composite	3 506	-2.56	-1.75	0.94
VIX - Volatilité implicite	16.00	0.13	-24.35	-29.67

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-1800014 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 ...02/11/2021

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