

## Deuxième vague de pandémie de coronavirus, valeur du crédit corporate en euros

**Stéphane Déo, Axel Botte**

Stratégistes

**6 novembre 2020**



## Executive Summary

### Deuxième vague de pandémie de coronavirus, valeur du crédit corporate en euros

Une deuxième vague de la pandémie est en train de frapper l'Europe. Nous nous attendons à ce que l'impact soit moins dramatique que lors de la première vague, bien que certaines parties du secteur des services, comme les transports, les divertissements ou les hôtels, soient gravement touchées. Le PIB de la zone euro avait reculé de 3,7 % d'un trimestre sur l'autre au 1er trimestre, puis de 11,8 % au 2e trimestre. La deuxième vague pourrait faire reculer le PIB du 4e trimestre d'environ 5 % par rapport au 3e trimestre. Les conséquences à plus long terme risquent d'être plus problématiques, car les récessions entraînent des faillites et réduisent les capacités de production. Des décisions d'investissement pourraient être reportées et les consommateurs pourraient se montrer plus prudents.

La politique budgétaire des gouvernements s'est considérablement assouplie dans le souci de soutenir la demande au moyen de transferts sociaux, d'atténuer l'impact du manque à gagner des entreprises et d'offrir des garanties de prêt. Le plan de relance européen, doté de 750 milliards d'euros, apportera un soutien supplémentaire. La politique monétaire a été

considérablement assouplie par des achats d'actifs à grande échelle qui limitent la hausse des rendements et des spreads et par des prêts à long terme offerts aux banques à des taux négatifs. En ce qui concerne les obligations d'entreprises, la Banque centrale européenne (BCE) a acheté près de la moitié des émissions nettes de cette année. Un nouvel assouplissement est attendu lors du prochain conseil des gouverneurs en décembre.

Il est indéniable que la pandémie a un impact négatif majeur sur l'activité et le bilan des entreprises européennes. L'effet de levier est passé de 1,8 à 2,5. Plusieurs grands noms ont perdu leur notation « Investment Grade » (IG) en 2020. Les coûts d'emprunt restent toutefois à des niveaux historiquement bas. Les rendements actuels des obligations IG non financières (rendement au pire de 0,43 %) sont nettement inférieurs à leur pic de mars 2020 (2,07 %). Les entreprises de la zone euro ont également préfinancé leurs besoins de trésorerie, ce qui pourrait se traduire par des besoins de refinancement plus limités à l'avenir. Les révisions de notation à la baisse ont commencé à ralentir.

Les marchés des obligations d'entreprises bénéficient du soutien de la BCE : 55 % des titres inclus dans les principaux indices de référence sont éligibles aux programmes d'achat de la BCE. Les avoirs du CSPP et du PEPP atteignent respectivement 243 milliards d'euros et 20 milliards d'euros. Ces deux programmes seront probablement augmentés en décembre. Après avoir atteint des niveaux record au premier semestre 2020, les émissions d'obligations d'entreprises se ralentissent et l'offre d'obligations semble se réduire.

Le crédit reste le marché plus attractif au sein de l'univers obligataire en euro. Les spreads des obligations IG s'élèvent en moyenne à 114 points de base (pb) par rapport aux Bunds (au 3 novembre). Les titres du secteur financier bénéficient d'une surcote par rapport aux autres secteurs. Les obligations non garanties de premier rang du secteur bancaire offrent des spreads de 95 pb par rapport aux Bunds allemands. Les secteurs cycliques touchés par la crise (automobile, loisirs, immobilier) affichent les spreads les plus élevés.

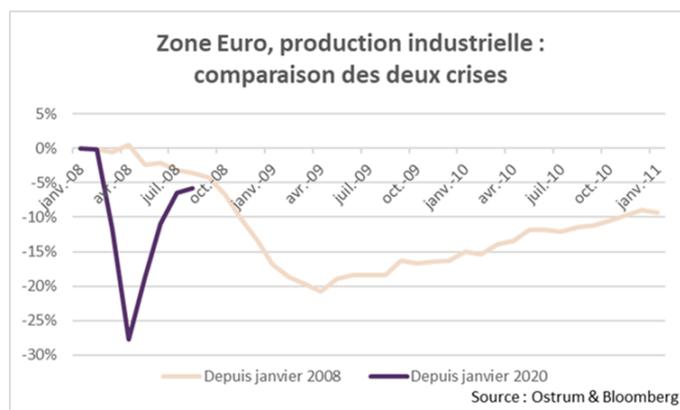
En bref, le soutien de la BCE, le ralentissement de l'offre de titres, la manifestation d'une reprise graduelle dans les indicateurs du crédit et le portage offert par les spreads actuels font du crédit IG en euro une classe d'actifs attrayante.

## Une deuxième vague de COVID-19

La deuxième vague de la pandémie s'est accélérée pendant le mois d'octobre, au point que les gouvernements ont été obligés de réagir. En plus de l'augmentation rapide du nombre de nouveaux cas tout au long du mois, l'augmentation du nombre d'hospitalisations a conduit à une situation préoccupante. Cette deuxième vague a donc obligé les gouvernements à prendre des mesures de confinement partiel pour essayer d'enrayer la propagation du virus et de limiter l'engorgement des hôpitaux. La découverte d'un vaccin, si elle était confirmée, serait donc d'une grande importance car elle ouvrirait la voie à une sortie de la pandémie.

## Un impact économique moins dévastateur que celui de la première vague

Tirant les leçons de la première vague, les mesures de confinement actuelles s'efforcent de préserver l'activité et de minimiser les répercussions économiques. Elles devraient donc avoir un impact moins dramatique que celles de la première vague. Le télétravail est encouragé dans la mesure du possible, ce qui réduira les perturbations dans certains secteurs, en particuliers dans certaines activités de service. D'autres secteurs, comme par exemple le BTP, auront le droit de continuer à fonctionner. Ici aussi, l'objectif est de maintenir un niveau minimum d'activité. En revanche, d'autres secteurs comme l'hôtellerie et la restauration, les transports ou les loisirs continueront de subir une forte baisse de leur activité. Comme nous l'avons vu pendant la phase de reprise, la divergence entre secteurs devrait donc rester extrêmement prononcée.



La durée prévue des mesures de confinement est également plus courte que pendant la première vague. Les pays prévoient une période d'environ un mois, quoique que cela pourrait changer si la situation ne s'améliorait pas rapidement.

En termes de chiffres, le PIB de la zone euro a chuté de 3,7 % au 1er trimestre puis de 11,8 % au 2e trimestre. Pour les raisons indiquées plus haut, nous estimons que l'impact économique de la deuxième vague sera de l'ordre de la moitié de celui de la première vague, avec une contraction du PIB d'environ 5 %. Cela reste un recul important pour une économie qui ne s'était pas encore complètement remise de la première vague.

## Les effets à long terme pourraient être plus prononcés

Malgré un impact direct probablement plus limité cette fois-ci, les conséquences à long terme risquent d'être plus problématiques. Même si le second confinement est moins rigoureux que le premier, il aura pour conséquence un endettement accru des entreprises, ce qui affectera leur trésorerie et leur capacité à investir ou à créer des emplois. Le nombre de défaillances doit également être revu à la hausse, ce qui entraînera des destructions de capacité.

Enfin, cette deuxième vague augmente la probabilité que cette situation se reproduise à l'avenir, ce qui génère une incertitude considérable qui pourrait avoir un impact sur un certain nombre de décisions économiques. L'investissement ou la création d'emplois sont des décisions à long terme qui sont donc intimement liées aux perspectives économiques. Le risque est donc que les entreprises se montrent extrêmement prudentes et sous-investissent ou créent trop peu d'emplois pendant la reprise. Dans le même ordre d'idées, les décisions de consommation pourraient être reportées et, de fait, les enquêtes menées auprès des consommateurs de la zone euro montrent que l'épargne de précaution est en hausse.

Dans cette mesure, le vaccin pourrait changer la donne, car il rendrait moins probable un scénario de confinement répété. Cela offrirait beaucoup plus de visibilité aux investisseurs et aux consommateurs, avec des perspectives potentiellement plus constructives pour l'économie dans son ensemble. On peut même rêver d'un vaccin efficace qui atténuerait complètement le risque de COVID-19, auquel cas la demande refoulée pourrait alimenter une reprise très rapide. Mais pour l'instant, c'est un scénario de science-fiction.

Il est donc raisonnable de s'attendre à une reprise « mollassonne ». Si l'activité a rebondi au point de surprendre bon nombre de commentateurs pendant le 3e trimestre de cette année, il est très probable que la reprise suivante sera plus modérée. Le taux de croissance potentiel à long terme pourrait s'en trouver diminué.

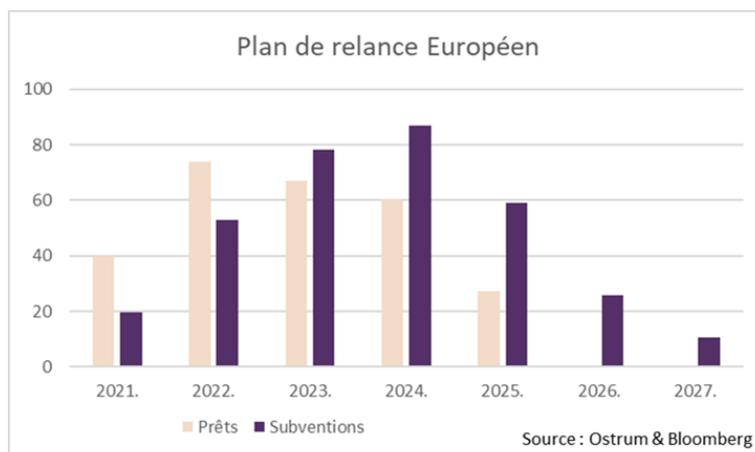
## Une réponse budgétaire sans précédent

La réponse budgétaire et monétaire (le « policy mix ») a été radicalement différente de ce qu'elle avait été pendant la grande récession de la décennie précédente. Après la crise de 2009, l'économie s'est effondrée, le déficit budgétaire est monté en flèche et le gouvernement a mis en œuvre un programme ambitieux d'assainissement budgétaire pour revenir à des déficits plus limités. Cette année, les gouvernements ont mis en œuvre une politique budgétaire beaucoup plus favorable, qui répond essentiellement à trois objectifs :

- Soutenir la demande au moyen de transferts sociaux. Dans plusieurs pays, les ventes au détail ont ainsi rebondi au-dessus de leur niveau d'avant la crise.
- Compenser la perte de chiffre d'affaires des entreprises, dans le cadre par exemple de régimes de chômage temporaire qui leur permettent de transférer une partie de leurs coûts de main-d'œuvre sur le budget de l'État. Cela a permis de réduire leur besoin en fonds de roulement et le taux de défaillance des entreprises est de ce fait exceptionnellement bas pour une récession de cette ampleur.
- Garantir des prêts bancaires. L'État joue ainsi le rôle d'« assureur en dernier ressort » pour inciter les banques à prêter aux entreprises dans le besoin malgré les risques encourus. Les prêts bancaires aux entreprises ont ainsi considérablement augmenté pendant la période de confinement.

Il est important de conserver ces éléments à l'esprit, car ils ont joué un rôle majeur pour protéger l'économie et permettre un rebond beaucoup plus rapide que lors de la dernière crise.

Le plan de relance européen est également à souligner. La solidarité européenne et l'ampleur de ce plan contrastent fortement avec la réaction observée lors de la crise précédente. Il a aussi largement contribué à rassurer les marchés.

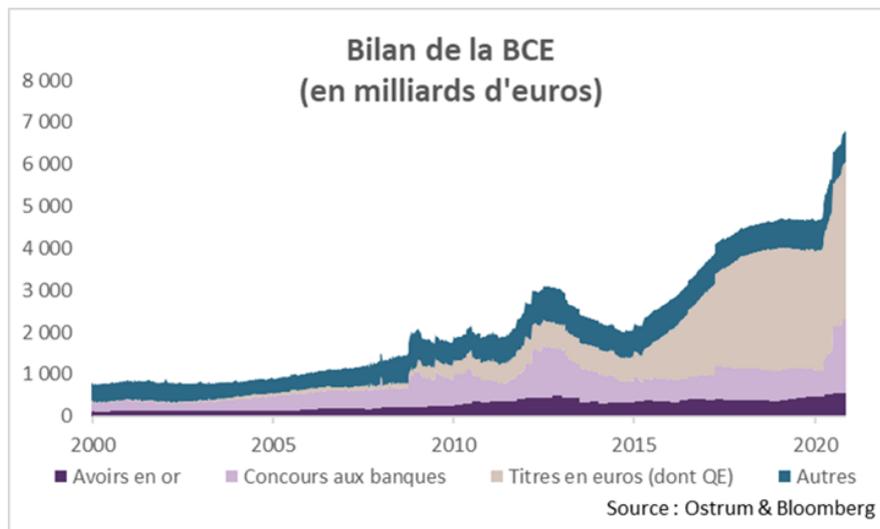


Des mesures supplémentaires ont déjà été annoncées à la suite de la seconde vague, en particulier pour aider les entreprises les plus touchées par les nouvelles mesures de confinement. Il y aura probablement d'autres initiatives à l'avenir.

## Un effort historique de la part de la BCE

Le second volet du policy mix est la politique monétaire, et là aussi, la réaction a été beaucoup plus rapide et importante que lors de la crise précédente. Par exemple, l'assouplissement monétaire (« QE ») mis en place pendant les dix premiers mois de cette année s'élève au total à 880 milliards d'euros, un chiffre qui n'avait précédemment été atteint qu'en février 2016, huit ans après le début de la grande récession.

En termes de QE, la BCE applique actuellement un programme de 20 milliards par mois qui a été complété par une enveloppe de 120 milliards d'euros. Elle a également lancé le PEPP, un programme spécialement conçu pour la crise actuelle avec une enveloppe de 1 350 milliards d'euros. Il est très probable que ces chiffres vont augmenter et que ces programmes seront élargis lors de la prochaine réunion de la BCE le 10 décembre.

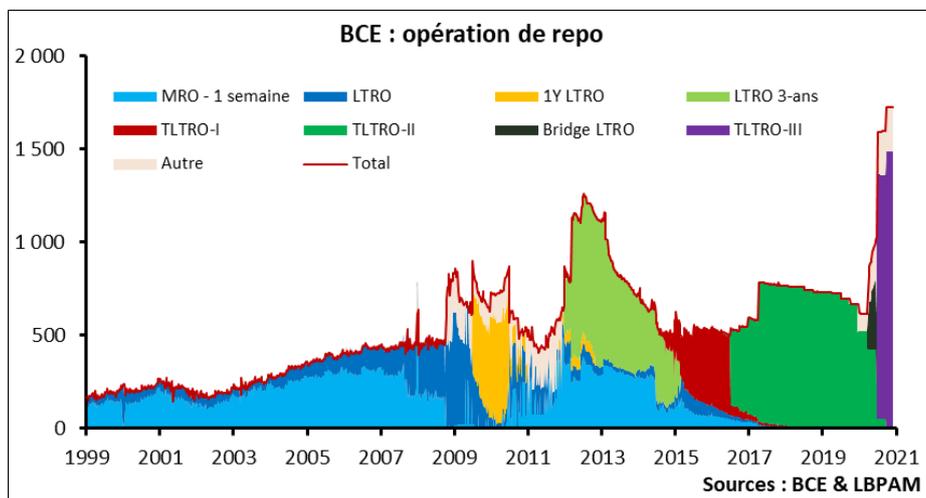


Le but est de fournir de la liquidité au système financier, mais aussi de maintenir les spreads et les taux d'intérêt à des niveaux peu élevés. Les taux souverains sont restés très bas, le rendement à 10 ans du Bund allemand étant solidement ancré en territoire négatif. Les spreads souverains ont également eu tendance à se réduire, ce qui tranche aussi nettement avec ce qui s'était passé au cours de la décennie précédente. Il faut aussi souligner qu'en dépit d'une incertitude considérable, la volatilité a quasiment disparu sur ces marchés grâce à l'action de la BCE. Les gouvernements ont donc accès à des conditions de financement stables, en plus d'être bon marché. Ces conditions favorables font partie des objectifs déclarés de la BCE pour permettre aux gouvernements de mettre en œuvre des politiques budgétaires ambitieuses.

De la même manière, la réaction des spreads du marché du crédit a été inhabituellement modérée par rapport au niveau de stress et d'incertitude des marchés. D'après nos estimations,

la BCE a acheté à peu près la moitié des émissions nettes totales de cette année. Comme cela a été le cas sur les marchés souverains, cette intervention a été déterminante pour stabiliser le marché et garantir aux entreprises une source de financement stable et bon marché.

Un second aspect des efforts de la BCE est l'apport de liquidité au système bancaire. La nouvelle série d'opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO III) a été couronnée de succès avec plus de 1 300 milliards d'euros de demandes à un taux d'intérêt de -1,0 %. Les modalités en sont également plus favorables, en termes notamment de garanties acceptées. Cela a permis de fournir d'importantes liquidités au système bancaire et d'atténuer ainsi les tensions pouvant résulter de problèmes de financement. Si on y ajoute les garanties publiques qui ont réduit le risque de crédit associé à ces nouveaux prêts, ces interventions ont eu pour résultat une phase d'assouplissement du crédit pendant le second trimestre. Les entreprises qui avaient des difficultés de trésorerie ont pu emprunter à des conditions favorables.



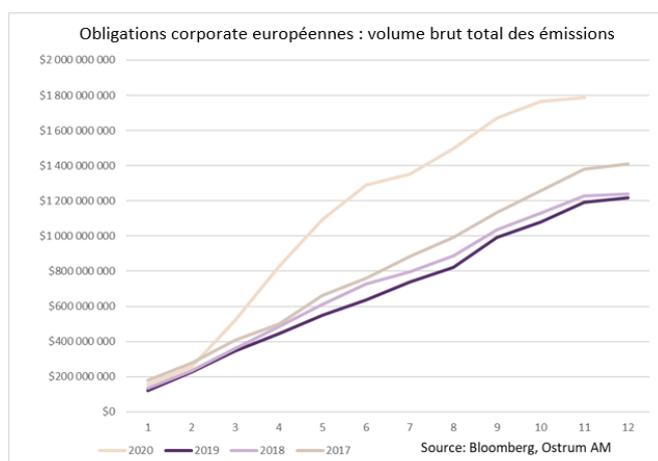
Il est probable qu'à l'avenir, ces mesures seront de nouveau élargies lors de la réunion de la BCE du 10 décembre. Lors de la conférence de presse qui a suivi la dernière réunion du 29 octobre, Christine Lagarde a souligné à plusieurs reprises la nécessité d'éviter un resserrement du crédit et de soutenir les banques.

Pour résumer, l'action de la BCE a été beaucoup plus audacieuse que lors de la crise précédente et a largement contribué à stabiliser les marchés et à maintenir les rendements à des niveaux stables et peu élevés, tant sur le marché du crédit que de la dette souveraine.

## Perspectives du marché crédit corporate en euro

Il est indéniable que la pandémie a un impact négatif majeur sur l'activité et le bilan des entreprises européennes. Après avoir atteint leurs meilleurs niveaux au 1er trimestre 2019, les ratios d'endettement des entreprises non financières se sont détériorés, atteignant des sommets inégalés depuis dix ans en termes de levier financier avec un impact significatif du virus sur les résultats du deuxième trimestre. Le levier financier moyen d'un large éventail d'emprunteurs européens est passé de 1,8 à 2,5. Dans toutes les catégories de notation, le flux positif d'étoiles montantes qui surpassait le nombre d'anges déchus observé depuis 2015 s'est maintenant inversé. En 2020, les anges déchus ont été plus nombreux que les étoiles montantes. De grands noms comme Renault, Autostrade ou Kraft ont perdu leur notation IG en 2020.

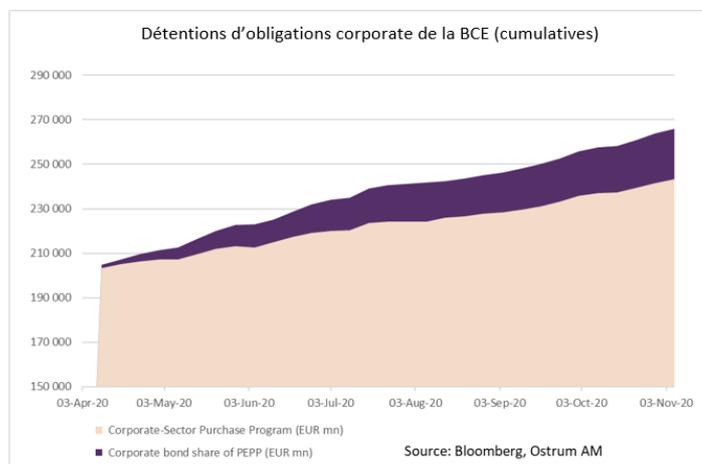
Cependant, l'effet de levier ne pénalisera pas forcément les notations, car les coûts d'emprunt restent à des niveaux historiquement bas. Les rendements actuels des titres IG du secteur non financier (rendement au pire de 0,43 % sur l'indice Barclays Euro Aggregate Corporate) ne représentent qu'une fraction de leur pic de mars 2020 (2,07 %), ce qui pourrait aider les entreprises à faire face à un endettement plus élevé. Beaucoup d'entre elles ont également préfinancé leurs besoins de trésorerie en recourant largement à leurs lignes de crédit, ce qui pourrait se traduire par des besoins de refinancement plus limités à l'avenir. De plus, le redressement des résultats enregistré au troisième trimestre a déjà amélioré les ratios dette/EBITDA. C'est l'une des principales raisons pour lesquelles les révisions de notation à la baisse ont commencé à ralentir. À la suite du rebond économique, le ratio du nombre de révisions à la hausse rapporté au nombre de révisions à la baisse a plus que doublé pour les trois principales agences de notation par rapport aux chiffres très bas du deuxième trimestre. La rechute de la croissance résultant des nouvelles mesures de confinement est toutefois de mauvais augure pour les mois à venir.



Du point de vue des marchés, le crédit IG européen continue de bénéficier d'un soutien considérable au titre de la politique monétaire. La BCE achète des titres IG depuis 2016. Son objectif est d'acheter un large portefeuille diversifié par tranches régulières pour garantir la liquidité du marché. Même s'il existe plusieurs critères d'éligibilité pour les obligations concernées par les

programmes CSPP et PEPP, la BCE peut en pratique acheter près de 55 % des titres qui figurent dans l'indice de référence BoA ML European Credit (ER00). Les échéances des titres achetés vont de 3 mois à 20 ans et le critère de notation (meilleure notation des 4 agences : Moody's, S&P, Fitch et DBRS) englobe des titres ayant des notations divergentes. La principale exclusion concerne les obligations bancaires en raison du conflit d'intérêt présumé entre la politique monétaire et les missions de supervision de la BCE, compte tenu de l'impossibilité de renflouer la dette bancaire non garantie de premier rang. D'autres instruments de la BCE, notamment les opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO), sont jugés plus adaptés pour le financement à terme des banques. Il convient toutefois de noter que les critères de qualification (secteur, notation, échéance) pourraient changer si les responsables monétaires le jugeaient nécessaire.

Les avoirs du CSPP s'élèvent à 243 milliards d'euros, soit environ 8 % du programme d'achat d'actifs de la BCE. Le programme d'achats d'actifs à durée indéterminée pourrait être augmenté en décembre pour passer de 10 à 30 milliards d'euros par mois, ce qui porterait les achats d'obligations d'entreprises à environ 8 milliards d'euros par mois. Le programme temporaire d'achats



d'urgence face à la pandémie (PEPP), qui comprend des achats d'obligations et de billets de trésorerie du secteur privé, sera probablement lui aussi augmenté. Son enveloppe pourrait être portée de 500 à 1 850 milliards d'euros pour la seconde moitié de 2021. En septembre, les avoirs du PEPP en obligations d'entreprises et billets de trésorerie s'élevaient à respectivement 20 et 31 milliards. Les achats nets totaux du PEPP en octobre laissent à penser que les avoirs en obligations d'entreprises s'élèvent maintenant à environ 23 milliards d'euros. Au total, la BCE détient plus de 260 milliards d'euros en obligations d'entreprises, ce qui facilitera le refinancement des entreprises emprunteuses pour les années à venir. Il est important de souligner que la BCE intervient sur le marché primaire des obligations d'entreprises en concurrence avec les investisseurs institutionnels. Ces achats ont permis de limiter la hausse des primes sur les nouvelles émissions au profit des emprunteurs. En bref, les avoirs en obligations d'entreprises du CSPP et du PEPP constituent un facteur de soutien important pour les marchés du crédit en euro.

À la suite de la pandémie, les émissions d'obligations d'entreprises ont atteint des niveaux record au cours du premier semestre. L'offre semble toutefois se ralentir. Le marché des obligations IG en euro a absorbé 87 milliards d'euros de nouvelles émissions au 3e trimestre 2020, soit 40 % de moins que sur la même période de 2019. Les émissions nettes se sont limitées à 33 milliards d'euros, ce qui est le montant le plus faible enregistré depuis 2015 pour le troisième trimestre de l'année. Le secteur financier a emprunté un montant brut de 33 milliards d'euros (6 milliards d'euros en net) tandis que le secteur non financier a émis 54 milliards d'euros (26 milliards en net). L'allongement des échéances a été un thème important ces dernières années, l'intervention de la BCE ayant facilité le refinancement. L'échéance moyenne des émissions du 3e trimestre est d'environ 8 ans. Un autre aspect intéressant des émissions sur le marché primaire est la réduction des emprunts par des émetteurs d'outre-Atlantique (reverse yankee). Les entreprises américaines ont en effet emprunté 14 milliards d'euros au 3e trimestre, soit 20 % de moins qu'il y a un an. Nous pensons que l'offre restera modérée pendant l'année à venir, en raison de la reconstitution des flux de trésorerie des entreprises à mesure que la croissance économique s'améliorera.

En termes de prix de marché, la classe d'actifs des obligations d'entreprises reste la plus attractive au sein de l'univers obligataire en euro. Sur les indices BofA ML, le spread des obligations IG s'élève en moyenne à 114 points de base (pb) par rapport aux Bunds. Le rendement au pire des indices de marché oscillait autour de 0,46 % au 3 novembre. Dans l'ensemble, les titres du secteur financier bénéficient d'une surcote par rapport aux autres secteurs. Les obligations non garanties de premier rang du secteur bancaire offrent des spreads de 95 pb par rapport aux Bunds allemands, tandis que les obligations Lower Tier 2 (dette subordonnée de second rang) se négocient autour de 177 pb. La dette subordonnée du secteur de l'assurance se négocie aux alentours de 220 pb. Dans l'espace non financier, les secteurs cycliques ont été durement touchés par la pandémie. L'automobile, les activités de loisir et l'immobilier figurent parmi les secteurs affichant les spreads les plus élevés. En revanche, la technologie et la santé sont arrivées à conserver des spreads plus bas. En termes de positionnement de la courbe, la courbe des spreads du crédit présente une pente ascendante, les rendements de 1 à 3 ans se situant aux alentours de 0,28 % et ceux de 7 à 10 ans aux alentours de 1,28 %.

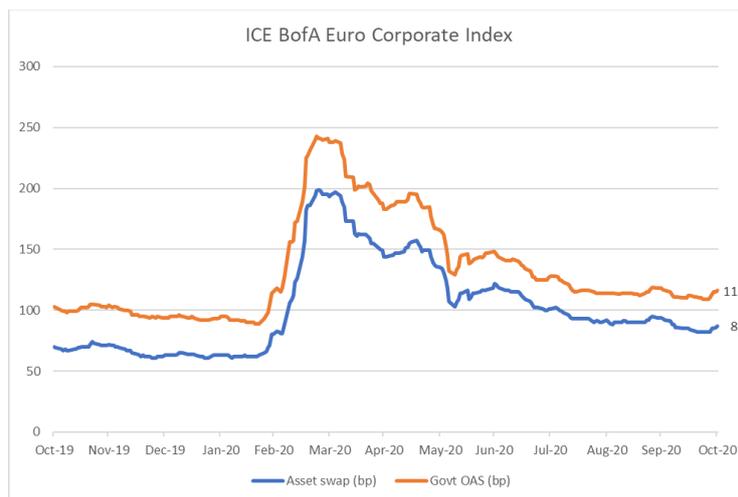
En bref, le soutien prolongé de la BCE, le ralentissement de l'offre d'obligations, la manifestation d'une reprise graduelle dans les indicateurs du crédit et le portage offert par les spreads actuels font du crédit IG en euro une classe d'actifs attrayante dans la conjoncture actuelle.

## Annexe

Rendement cumulé sur l'année (YTD), rendement au pire (YTW, en %) et spread OAS par rapport aux Bunds (en points de base) au 3 novembre, par secteur

Répartition Euro Corp - ICE BofA ML Euro		YTD	YTW	OAS
<b>ER00</b>	<b>Indice ICE BofA ML Euro Corporate</b>	<b>1.57%</b>	<b>0.42</b>	<b>108</b>
<b>EB00</b>	<b>Indice Financier</b>	<b>1.16%</b>	0.45	108
EBXS	Unsubordinated Financial Index	1.38%	0.14	91
EBSU	Subordinated Financial Index	0.39%	1.84	184
EBSL	Financial Subordinated & Lower Tier-2 Index	0.43%	1.76	183
EBSS	Financial Junior Subordinated & Tier-1 Index	-0.04%	2.85	205
<b>EBFS</b>	<b>Corporate Financial Services Index</b>	<b>1.47%</b>	0.30	103
<b>EBIN</b>	<b>Insurance Index</b>	<b>0.93%</b>	1.88	165
EB3N	Senior Insurance Index	2.29%	0.16	88
EB1N	Subordinated Insurance Index	0.40%	2.78	207
EB2N	Junior Subordinated Insurance Index	0.18%	2.85	203
<b>EBBA</b>	<b>Banking Index</b>	<b>1.15%</b>	0.23	98
EB3A	Senior Banking Index	1.30%	0.10	88
EUT2	Upper Tier 2 Index			
ELT2	Lower Tier 2 Corporate Index	0.45%	1.02	165
ET10	Tier 1 Index	-4.02%	2.89	290
<b>EJ00</b>	<b>Indice Industriel</b>	<b>1.68%</b>	0.41	109
EJAU	Indice automobile	0.81%	0.50	121
EJBS	Indice industrie	1.83%	0.34	102
EJCP	Indice biens au capital	1.82%	0.30	100
EJCS	Indice biens aux consommations	2.40%	0.25	93
EJEN	Indice energie	0.00%	0.55	119
EJHC	Indice santé	3.11%	0.29	93
EJLE	Indice loisirs	-9.67%	0.71	143
EJME	Indice média	2.17%	0.39	110
EJRE	Indice immobilier	0.78%	0.89	158
EJRL	Indice retail	2.21%	0.22	95
EJTC	Indice télécommunications	3.01%	0.36	101
EJTE	Indice technologie et électronique	1.91%	0.12	82
EJTR	Indice transportation	1.47%	0.46	117
EJSE	Indice services	0.62%	0.45	117
<b>EK00</b>	<b>Indice services aux collectivités</b>	<b>2.31%</b>	0.33	97

Source: Bloomberg, Ostrum AM



## Avertissement

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 notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui 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 perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

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.

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 et en Belgique :** 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 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 de divers 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.

### **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 euros – 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)