



**NATIXIS INVESTMENT
MANAGERS INTERNATIONAL**

OPCVM de droit français

OSTRUM EURO ABS IG

RAPPORT ANNUEL au 31 mars 2023

Société de gestion : Natixis Investment Managers International

Dépositaire : CACEIS Bank

Commissaire aux comptes : Deloitte & Associés



Sommaire

	Page
1. Rapport de Gestion	3
a) Politique d'investissement	3
■ Politique de gestion	
b) Informations sur l'OPC	43
■ Principaux mouvements dans le portefeuille au cours de l'exercice	
■ Changements substantiels intervenus au cours de l'exercice et à venir	
■ OPC Indiciel	
■ Fonds de fonds alternatifs	
■ Réglementation SFTR en EUR	
■ Accès à la documentation	
■ Techniques de gestion efficace de portefeuille et instruments financiers dérivés (ESMA)	
c) Informations sur les risques	46
■ Méthode de calcul du risque global	
■ Exposition à la titrisation	
■ Gestion des risques	
■ Gestion des liquidités	
■ Traitement des actifs non liquides	
d) Critères environnementaux, sociaux et gouvernementaux (ESG)	47
e) Loi Energie Climat	48
2. Engagements de gouvernance et compliance	49
3. Frais et Fiscalité	68
4. Certification du Commissaire aux comptes	69
5. Comptes de l'exercice	74



1. Rapport de Gestion

a) Politique d'investissement

■ Politique de gestion

1) Conjoncture annuelle au 31/03/2023

L'année écoulée a été marquée par le conflit en Ukraine, un choc énergétique en zone Euro, une forte accélération de l'inflation et un net resserrement des politiques monétaires. Elle s'est terminée par des turbulences sur le secteur bancaire suite à la faillite de trois banques régionales américaines et la reprise forcée de Credit Suisse.

Ces différents chocs et la fin de l'effet de rattrapage post covid se sont traduits par un ralentissement de la croissance mondiale. Alors que les craintes étaient élevées d'une entrée en récession de la zone Euro à la fin 2022, celle-ci a pu échapper en raison des mesures de soutien prises par les gouvernements et de la baisse du prix du gaz. Sur les marchés financiers, le resserrement plus rapide et plus important que prévu des politiques monétaires a provoqué une hausse forte et brutale des taux d'intérêt et de manière plus marquée sur la partie courte de la courbe des taux obligataires. Les marchés actions ont quant à eux enregistré des évolutions contrastées sur l'année.

Environnement macro-économique

L'année a été marquée par une forte accélération de l'inflation. La guerre en Ukraine a intensifié les pressions sur les prix, surtout énergétiques et alimentaires, alors que l'inflation était déjà élevée en raison des forts ajustements qui se sont opérés durant et après la crise du Covid-19. La Russie était le 1er fournisseur d'énergie de l'Union Européenne avant le conflit (40% des importations de l'UE). La nette baisse des approvisionnements russes en gaz naturel, dans un contexte de niveau bas des stocks, a ainsi généré une forte hausse de son prix. Le prix du gaz naturel en Europe (indice TTF) a atteint un pic historique à près de 340 euros par mégawattheure (MWh) le 26 août, avant de revenir sous les 50 euros, à 48 euros, le 31 mars 2023. Cette baisse est liée à la forte reconstitution des stocks de gaz par les différents pays, via notamment un recours accru au gaz naturel liquéfié en provenance de fournisseurs fiables, et à la moindre demande. Les prix restent toutefois encore élevés par rapport à la moyenne de 16 euros par MWh sur la période 2015-2020. Le conflit a également eu pour conséquence d'accroître significativement les tensions sur les prix alimentaires. La Russie et l'Ukraine sont en effet les premiers fournisseurs de céréales dans le monde et le prix des engrais a fortement augmenté avec la hausse du prix du gaz naturel.

L'inflation en zone Euro a ainsi atteint un plus haut historique à 10.6% en octobre, en raison principalement de la hausse des prix énergétiques, avant de commencer à se modérer pour revenir à 6.9% en mars 2023. Cela est lié à la moindre contribution des prix énergétiques suite à un important effet de base. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a également nettement progressé pour atteindre un plus haut historique à 5.7% en mars 2023. Cela résulte de la diffusion de la hausse des prix énergétiques à un plus grand nombre de secteurs, mais aussi des tensions domestiques liées à la progression des salaires et des profits unitaires. Aux Etats-Unis, l'inflation a atteint un plus haut depuis 40 ans à 9.1% en juin, avant de revenir à 5% en mars 2023. Elle s'est modérée en raison de la moindre contribution de l'énergie et des biens et, dans une moindre mesure, des prix alimentaires. Elle reste encore élevée et bien supérieure à la cible de 2% suivie par la Réserve Fédérale (Fed). L'inflation sous-jacente s'est également nettement accélérée pour atteindre en septembre un plus haut depuis 40 ans à 6.6% puis revenir à 5.7% en décembre et 5.6% en mars 2023. Cela traduit les tensions domestiques dans le secteur des services liées notamment aux hausses de salaire.



1. Rapport de Gestion

Aux Etats-Unis, la croissance a ralenti au cours de l'année écoulée, après un fort rebond en 2021 consécutif aux mesures de relance massives prises par le gouvernement Biden pour amortir le choc lié à la crise du Covid-19. La consommation des ménages s'est modérée en raison notamment des pertes de pouvoir d'achat liées à la forte inflation. Si l'investissement des entreprises s'est bien tenu, le marché de l'immobilier résidentiel s'est nettement contracté suite à la forte hausse des taux hypothécaires et du maintien à un niveau élevé des prix de l'immobilier. Il a néanmoins montré des signes de stabilisation sur les premiers mois de 2023. Le marché du travail est resté très robuste (taux de chômage sur des plus bas historiques à 3.5% en mars 2023), ce qui a notamment permis à la consommation de rebondir au 1er trimestre 2023. Les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises en mars 2023 ont laissé présager d'un ralentissement de la croissance, le fort resserrement monétaire opéré par la Fed devant peser sur la demande domestique. A cela se sont ajoutées les craintes d'un resserrement plus important des conditions de crédit, suite aux turbulences dans le secteur bancaire, de nature à peser davantage sur la demande et d'accentuer le risque de récession au deuxième semestre 2023.

Si la guerre en Ukraine a généré des craintes de récession sévère en zone Euro, compte tenu de sa forte dépendance à l'énergie russe, la croissance est restée résiliente grâce aux mesures d'envergure prises par les gouvernements pour protéger les ménages et les entreprises du choc énergétique et de la baisse du prix du gaz à partir de septembre. L'Allemagne a été de loin la plus réactive et n'a pas lésiné sur les moyens compte tenu de la fragilité liée à sa forte dépendance à l'énergie russe et des marges de manœuvre budgétaires importantes dont elle dispose. Elle a ainsi annoncé des mesures pour un montant total de 265 milliards d'euros, soit plus de 7% du PIB, selon Bruegel. Cela représente un peu plus de 40% des mesures de soutien prises par l'ensemble des gouvernements de l'Union Européenne (646 milliards d'euros entre septembre 2021 et mars 2023). En Espagne et en Italie, la croissance a par ailleurs profité du rebond de l'activité des services et plus particulièrement du tourisme et de la restauration. Cependant, cette impulsion s'est dissipée en fin d'année 2022 en raison de la fin de l'effet de rattrapage puis des pertes de pouvoir d'achat subies par les ménages. Après avoir enregistré une croissance nulle au 4ème trimestre, une reprise s'est amorcée en zone Euro au 1er trimestre 2023 au vu de l'amélioration des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises.

Après avoir enregistré un fort rebond post-Covid, la croissance a nettement ralenti au Royaume-Uni, évitant de peu une récession au 2ème semestre 2022. La consommation des ménages a été affectée par les pertes de pouvoir d'achat. Face à la nette détérioration des perspectives de croissance, le bref gouvernement de Liz Truss a annoncé un « mini » budget, le 23 septembre 2022, comprenant de vastes baisses d'impôts non financées. Cela a créé une véritable panique sur les marchés obligataires en raison des risques sur la soutenabilité de la dette, obligeant la Banque d'Angleterre à intervenir en urgence pour préserver la stabilité financière. Le Royaume-Uni a finalement échappé à la récession mais connu une croissance atone sur les trois derniers trimestres de 2022. La consommation a bénéficié du maintien d'un marché du travail robuste et des mesures de soutien du gouvernement pour les protéger de la hausse des prix énergétiques. Début 2023, les enquêtes se sont améliorées laissant présager d'une légère progression de l'activité.



1. Rapport de Gestion

En Chine, la croissance a nettement ralenti, après avoir été l'une des rares économies à ne pas avoir connu de récession en 2020, avant de rebondir début 2023. Celle-ci a été affectée par les différentes vagues de covid-19 l'amenant à instaurer des mesures de confinement strictes compte tenu de sa politique de tolérance zéro face au Covid. La répression menée par le gouvernement dans certains secteurs a également joué. A cela s'est ajouté le fort ralentissement du marché de l'immobilier consécutif aux mesures prises par le gouvernement dans le cadre de la campagne de lutte contre les inégalités de revenus décidée par le Président Xi Jinping. Cela s'est traduit par une baisse des prix de l'immobilier fragilisant les promoteurs les plus endettés comme Evergrande. Les craintes sur l'activité ont conduit la banque centrale chinoise à assouplir sa politique monétaire et le gouvernement à prendre des mesures de soutien ciblées (infrastructure et immobilier). Le 7 décembre, la Chine a surpris en annonçant un abandon de sa politique zéro Covid avec un assouplissement général des règles sanitaires. Les indicateurs disponibles en mars 2023 indiquaient un net rebond de l'activité, plus particulièrement dans le secteur des services qui avait été le plus pénalisé par les restrictions strictes de mobilité, et une stabilisation du marché de l'immobilier. Ce rebond s'effectue en l'absence de pression inflationniste.

Les pays émergents ont été affectés par le ralentissement de l'économie chinoise, la forte hausse des prix énergétiques et alimentaires et la dépréciation de leur devise face au dollar. Certains d'entre eux n'ont eu d'autre choix que de relever leurs taux directeurs afin de préserver leur stabilité financière et lutter contre l'inflation élevée alors que leur économie commençait à ralentir nettement. La guerre en Ukraine s'est par ailleurs traduite par une nouvelle hausse des prix alimentaires alors qu'ils étaient déjà à un niveau historique. La forte dépendance de certains pays émergents aux importations de céréales en provenance de Russie et d'Ukraine les rend particulièrement vulnérables aux risques d'approvisionnement et de prix élevé. Cela a accru le risque de tensions sociales et de famines. Au cours du 3ème trimestre 2022, le FMI et la Chine sont intervenus pour alléger le fardeau de la dette des pays les plus fragiles. Etant donné que l'inflation a atteint un pic dans de nombreux pays, certains ont fait une pause prudente dans le resserrement de la politique monétaire au cours du 1er trimestre 2023. Cela a laissé présager d'un assouplissement sur le reste de l'année, facilité par le fait que la Fed est très proche d'avoir terminé son cycle de relèvement de taux.

Les banques centrales ont opéré un virage à 180 degrés en mettant fin aux politiques monétaires très accommodantes, qui avaient été adoptées pour faire face à la crise du Covid-19, et relever fortement leur taux directeur. La priorité absolue est la lutte contre l'inflation au risque de peser sur la croissance et générer une récession.

Aux Etats-Unis, la Fed a relevé ses taux de 475 points de base au total entre les mois de mars 2022 et mars 2023 pour porter la fourchette d'évolution des Fed funds à [4.75 ; 5.0%]. Le marché du travail « extrêmement tendu » et l'inflation « beaucoup trop forte » l'ont notamment amenée à procéder à des relèvements de 75 points de base de ses taux (la plus forte hausse depuis 1994) pendant 4 réunions consécutives entre les mois de juin et novembre. La banque centrale a également arrêté ses achats d'actifs financiers à la fin mars 2022 puis commencé à réduire les réinvestissements des obligations arrivant à échéance à partir du mois de juin.

En mars 2023, alors que Jerome Powell venait de signaler que la Fed était prête à procéder à des relèvements de taux plus importants que ce qui était prévu lors de sa réunion de décembre, l'annonce des faillites des banques régionales Signature Bank et SVB l'en ont dissuadé. La Fed est intervenue massivement et rapidement en créant une nouvelle facilité de prêts et le Trésor, avec l'organisme de supervision bancaire (le FDIC), ont garanti l'ensemble des dépôts de ces deux banques, y compris ceux qui n'étaient pas assurés. Ces mesures ont évité une contagion à l'ensemble du système bancaire et permis à la Fed de relever ses taux de 25 pb, et non 50 pb comme elle l'avait suggéré, pour lutter contre une inflation encore trop élevée.



1. Rapport de Gestion

Elle s'est montrée plus vague quant à la poursuite des relèvements à venir. Elle craint que les turbulences bancaires ne génèrent un resserrement plus important des conditions de crédit de la part des banques commerciales, de nature à peser sur la demande et donc l'inflation. Cela réduira ainsi le besoin de relever les taux d'intérêt. C'est la raison pour laquelle elle a laissé inchangées ses anticipations de Fed funds d'ici la fin 2023 (la médiane étant à 5.1%), ne laissant plus présager que d'un seul relèvement de taux de 25 pb en mai. Elle anticipe, en outre, une légère récession au 2ème semestre 2023.

La BCE a été la dernière des grandes banques centrales à relever ses taux, hormis la Banque du Japon. Jusqu'en juin 2022, elle a maintenu ses taux à des niveaux historiquement bas (0% pour le taux de refinancement, -0.50% pour le taux de dépôt et 0.25% pour le taux de prêt marginal). Après avoir réduit ses achats dans le cadre du Programme d'Achat d'Urgence face à la Pandémie (PEPP), elle y a mis un terme comme attendu fin mars 2022. Pour éviter une réduction trop brutale, elle a temporairement augmenté la taille de son programme d'achats d'actifs financiers (APP) pour la porter à 40 Mds d'euros par mois en avril, 30 Mds par mois en mai et revenir à 20 Mds en juin. Elle y a mis un terme le 1er juillet 2022. Elle a par ailleurs prolongé jusqu'à fin 2024 la période de réinvestissement des titres acquis dans le cadre du PEPP et arrivant à échéance en y apportant une certaine flexibilité si nécessaire.

La BCE a commencé à relever ses taux le 21 juillet 2022 (+50 pb, contre +25 pb pré-annoncé en juin) pour contrer la forte inflation. De juillet 2022 à mars 2023, la banque centrale a relevé ses taux de 350 points de base au total pour porter le taux de dépôt à 3%, alors qu'il était négatif depuis juin 2014. A l'instar de la Fed, elle a procédé à des hausses de 75 pb en septembre et octobre et ceci pour la première fois.

Afin de lutter contre le risque de fragmentation, qui empêche la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des pays de la zone Euro, la BCE a créé un nouvel instrument : « L'Instrument de Protection de la Transmission » (TPI en anglais). Ce dernier pourra être activé pour « lutter contre une dynamique de marché injustifiée et désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire au sein de la zone Euro ». D'une taille illimitée, tous les Etats sont éligibles à condition de remplir 4 critères : respect du programme budgétaire de l'UE, absence de graves déséquilibres économiques, soutenabilité de la trajectoire de la dette publique et politiques macro-économiques saines et soutenables, conformes au plan de relance et de résilience.

En octobre, la BCE a également annoncé les premières mesures destinées à réduire la taille de son bilan via un changement des conditions du TLTRO. En rendant moins attractives ces opérations de refinancement à long terme ciblées, les remboursements anticipés ont augmenté, générant une diminution de la taille de son bilan. Enfin, à partir du mois de mars 2023, la BCE a commencé son resserrement quantitatif (QT) en réduisant les réinvestissements de titres acquis dans le cadre de l'APP et arrivant à échéance. La réduction a été fixée en moyenne à 15 milliards d'euros par mois entre mars et juin et ce rythme pourra être revu par la suite.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre, qui a été la 1ère des grandes banques centrales à relever ses taux en décembre 2021, a poursuivi le resserrement de sa politique monétaire pour lutter contre l'inflation. Elle a augmenté ses taux de 350 pb sur l'année écoulée pour porter son taux directeur à 4.25% en mars 2023, contre 0.10% en novembre 2021. L'annonce du « mini » budget du gouvernement Truss, le 23 septembre, a contraint la BoE à reporter d'un mois la réduction de son bilan et à prendre des mesures urgentes en raison des risques pesant sur la stabilité financière.



1. Rapport de Gestion

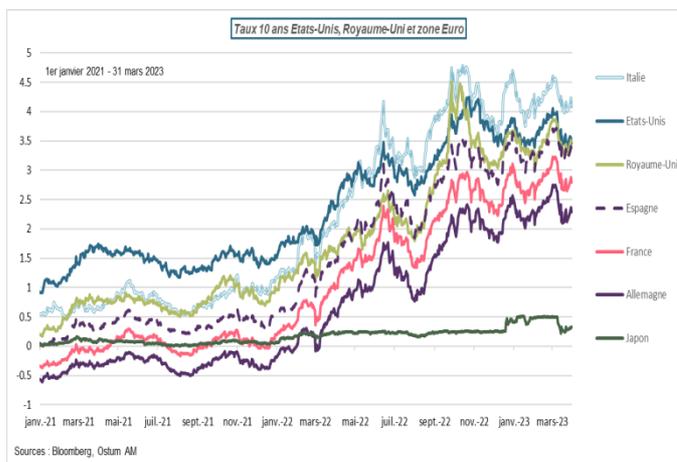
La forte remontée des taux longs s'est traduite par des appels de marge sans précédent pour les fonds de pension qui, faute de liquidités suffisantes, se sont trouvés contraints de vendre les obligations détenues à leur actif, accentuant de ce fait les tensions sur les taux longs. Pour calmer les marchés, la BoE est intervenue massivement en achetant des obligations. Par la suite, la nomination de Jeremy Hunt comme ministre des Finances et de Rishi Sunak comme Premier Ministre ont permis de rassurer les investisseurs. Les baisses massives d'impôt non financées, qui avaient été annoncées précédemment par le furtif gouvernement de Liz Truss, ont été pour l'essentiel supprimées.

La Banque du Japon (BoJ) a surpris les marchés, le 20 décembre, en élargissant la bande de fluctuation encadrant la cible de 0% du taux 10 ans, pour la porter à [-0.50% ; +0.50%] contre [-0.25% ; +0.25%] précédemment. Cela a généré une forte hausse des taux obligataires et contraint la BoJ à acheter massivement des obligations d'Etat pour défendre cette nouvelle fourchette. Cette décision a été justifiée pour améliorer le fonctionnement de la politique de taux zéro mais les investisseurs ont interprété celle-ci comme un pas vers une normalisation de la politique monétaire. Cette lourde tâche reviendra à Kazuo Ueda qui prendra la tête de la BoJ en avril 2023.

Marchés financiers

Sur l'année écoulée, les taux obligataires souverains se sont fortement tendus de part et d'autre de l'Atlantique, la forte accélération de l'inflation et sa persistance justifiant un resserrement plus rapide et plus fort que prévu des politiques monétaires.

Les taux obligataires souverains ont fortement augmenté sur l'année écoulée alors qu'ils s'établissaient sur de très bas niveaux suite à la crise du Covid-19. La guerre en Ukraine et ses conséquences sur les prix énergétiques, les prix alimentaires et les tensions dans les chaînes d'approvisionnement ont provoqué une forte accélération de l'inflation alors que celle-ci était déjà élevée. Les banques centrales ont ainsi nettement durci le ton et relevé leurs taux directeurs plus fortement que prévu.



Ce mouvement de forte hausse ne s'est pas fait de manière linéaire. Il a été ponctué par quatre phases temporaires de détente des taux.

La première a eu lieu entre la mi-juin et le mois de juillet. Les investisseurs ont anticipé à tort que les taux des Fed funds allaient atteindre un pivot en 2023 et que la Fed allait faire machine arrière en raison des risques pesant sur la croissance. Les discours des banquiers centraux prononcés fin août à Jackson Hole ont complètement inversé la tendance. Ils ont réaffirmé leur engagement inconditionnel à la lutte contre une inflation beaucoup trop élevée au risque de peser sur la croissance. Les taux sont ainsi repartis de plus belle à la hausse à partir du mois d'août. Les tensions se sont en outre significativement accentuées entre le 23 et le 28 septembre, par effet de contagion des tensions s'exerçant sur les taux britanniques après l'annonce du « mini » budget.



1. Rapport de Gestion

Après avoir atteint un plus haut de l'année écoulée à 4.2%, le 24 octobre, pour le 10 ans américain, les taux longs se sont de nouveau temporairement détendus et ceci jusqu'à la mi-décembre. Si la Fed a relevé ses taux de 75 pb comme attendu, le 2 novembre, elle a laissé présager d'une hausse de taux plus modérée en décembre. La baisse des taux s'est ensuite accentuée avec la publication d'un taux d'inflation américain moins fort que prévu par les marchés. Le taux à 10 ans américain s'est ainsi détendu de 75 pb sur la période et le taux 10 ans allemand de près de 50 pb.

A partir de la mi-décembre, les taux obligataires ont de nouveau connu de fortes tensions et ceci jusqu'à la fin 2022. Lors des réunions du 14 décembre, pour la Fed, et du 15 décembre, pour la BCE, les banquiers centraux ont réitéré leur forte détermination à lutter contre une inflation et des perspectives d'inflation encore beaucoup trop élevées. La BCE a tenu un discours « hawkish ». Si elle a ralenti le rythme de ses hausses de taux (+50 pb en décembre contre 75 pb en octobre), celle-ci a été très claire sur le fait que cela ne constituait en rien un « pivot ». Elle continuera d'augmenter ses taux jusqu'à ce que la politique monétaire soit devenue suffisamment restrictive pour lutter contre la forte inflation. Ce discours résolument hawkish a été motivé par le net assouplissement des conditions financières depuis la mi-octobre et les nouvelles mesures prises par les gouvernements pour protéger les ménages et les entreprises de la hausse des prix énergétiques. Ces deux facteurs viennent à l'encontre du resserrement monétaire opéré par la BCE. Cela s'est traduit par de fortes tensions sur les taux, plus marquées en zone Euro qu'aux Etats-Unis.

Sur les quinze premiers jours de janvier, les taux se sont de nouveau détendus en raison de la décélération de l'inflation liée à la moindre contribution des prix énergétiques. Les investisseurs ont anticipé ainsi un ralentissement des rythmes de hausse de taux directeur qui serait suivi d'un assouplissement des politiques monétaires. Ces espoirs ont été vite douchés par les discours des banquiers centraux insistant sur le fait que l'inflation sous-jacente restait beaucoup trop élevée et justifiait des hausses de taux supplémentaires. Les taux sont alors repartis à la hausse de la mi-janvier à début mars. Le taux 10 ans allemand a ainsi atteint son plus haut de l'année écoulée en s'établissant à 2.75%, le 2 mars.

Les marchés obligataires ont connu un dernier revirement brutal, à partir du 10 mars, suite à l'annonce de la faillite de deux banques américaines (SVB et Signature Bank) puis de la reprise forcée de Credit Suisse. Cela a créé une véritable onde de choc, les investisseurs craignant dans un premier temps une crise systémique similaire à celle de 2008, après la faillite de Lehman Brothers. La forte aversion au risque s'est traduite par un mouvement de fuite vers la qualité profitable aux marchés obligataires et a généré une volatilité sans précédent. Les taux à 10 ans américain et allemand ont ainsi perdu plus de 50 pb en l'espace de 7 jours. Ils se sont par la suite stabilisés puis un peu repris, les investisseurs étant rassurés par les mesures décisives prises par les autorités.

Au total, sur l'ensemble de l'année écoulée, le taux à 10 ans américain a progressé de 110 pb aux Etats-Unis, pour clôturer, le 31 mars 2023, à 3.5%. Le 10 ans allemand a augmenté de 175 pb, pour clôturer à 2.3%, et le taux 10 ans français de 180 pb, pour terminer à 2.8%. Les tensions ont été beaucoup plus fortes sur les taux courts et notamment sur les taux 2 ans, ces derniers reflétant les anticipations de politique monétaire. Aux Etats-Unis, le taux 2 ans a ainsi augmenté de 170 pb sur l'année écoulée pour clôturer à 4%. La pente de la courbe des taux 2-10 ans est ainsi négative, ce qui a toujours été suivi d'une récession de l'économie américaine par le passé. La courbe de taux s'est également inversée en Allemagne, à partir du mois de novembre.



1. Rapport de Gestion

Les spreads des pays périphériques ont connu des évolutions contrastées sur l'année. Les investisseurs ont dans un premier temps réagi à la normalisation plus rapide que prévu de la politique monétaire de la BCE, afin de faire face à la forte accélération de l'inflation, et à la perspective de la fin des achats dans le cadre de l'APP, potentiellement dès le 1er juillet. Ce moindre soutien aux marchés obligataires de la zone Euro dans un contexte de hausse de taux a généré de fortes tensions sur les taux des pays ayant un ratio dette publique sur PIB plus élevé, surtout en Grèce et en Italie. Les investisseurs ont également été déçus, le 9 juin, par l'absence de précisions de la BCE concernant la préparation d'un outil « anti-fragmentation » destiné à éviter des tensions injustifiées sur les taux de certains pays de nature à empêcher la bonne transmission de la politique monétaire à l'ensemble de la zone Euro. Le spread de la Grèce a ainsi culminé à 290 pb, le 14 juin, et celui de l'Italie à 240 pb, avant de se resserrer après la réunion extraordinaire de la BCE décidant de l'annonce prochaine d'un nouvel outil anti-fragmentation. L'Instrument de Protection de la Transmission a été présenté le 21 juillet, il pourra être activé pour « lutter contre une dynamique de marché injustifiée et désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire au sein de la zone Euro ».

Cette annonce a coïncidé avec la démission de Mario Draghi au poste de Premier Ministre, suite à l'éclatement du gouvernement d'union nationale. Afin de limiter les tensions sur les spreads des pays périphériques, la BCE a utilisé en juin et juillet la flexibilité des réinvestissements de titres acquis dans le cadre du PEPP et arrivant à échéance. L'Italie et l'Espagne ont ainsi été privilégiées (à hauteur de 9.8 et 5.9 milliards d'euros respectivement) au détriment de l'Allemagne et des Pays-Bas notamment (-14.3 Mrds et -3.4 Mrds respectivement). Ces deux instruments ont ainsi contribué à limiter les tensions sur le spread de l'Italie en septembre (évoluant entre 240 et 250 pb) en dépit de la victoire de la coalition de droite aux élections législatives anticipées italiennes, le 25 septembre, puis de la nomination de Giorgia Meloni, à la tête du parti d'extrême droite des Frères d'Italie, comme Première Ministre. A partir du mois d'octobre, les spreads des pays périphériques se sont détendus. Les investisseurs ont été rassurés par la formation du nouveau gouvernement italien donnant des gages à l'Union Européenne afin notamment de bénéficier des fonds de NextGeneration EU. Giorgia Meloni a en effet nommé au poste de ministre de l'Économie et des Finances un proche de Mario Draghi, Giancarlo Giorgetti, et au poste de ministre des Affaires étrangères et vice Premier ministre, l'ancien président du Parlement européen : Antonio Tajani.

Les spreads se sont plutôt bien tenus par la suite en dépit de l'annonce de la BCE, lors de sa réunion de décembre, d'un début du QT dès le mois de mars 2023, de fortes émissions de la part des gouvernements, pour financer notamment les mesures de soutien aux ménages et aux entreprises, et du stress bancaire au cours du mois de mars 2023.

Le spread de l'Italie a ainsi clôturé à 180 pb, le 31 mars 2023, soit un écartement de 30 pb sur l'année, après avoir culminé à 250 pb, le 7 octobre. Le spread de l'Espagne s'est écarté de 10 pb, pour clôturer à 100 pb, et celui du Portugal est resté relativement stable sur l'année (pour s'établir à 80 pb fin mars 2023). La Grèce se démarque des autres pays avec un resserrement du spread de 20 pb sur l'année pour clôturer à 190 pb. Cela tient notamment à la forte croissance nominale, à la poursuite de la réduction des déficits et de la dette publique et aux mesures prises par le gouvernement, tant du point de vue des réformes structurelles que des investissements, pour bénéficier des versements de l'UE dans le cadre de Next Generation EU.

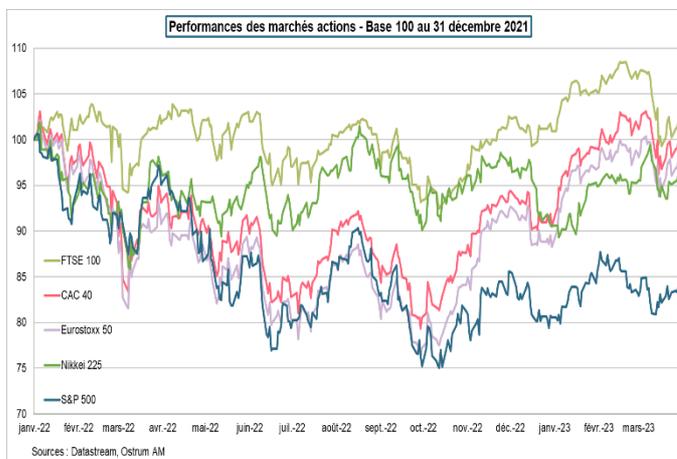
Les marchés boursiers ont connu des évolutions contrastées sur l'année affectés par les craintes liées à la guerre en Ukraine, la forte inflation, le net resserrement des politiques monétaires pour la contrer puis le risque de récession.



1. Rapport de Gestion

L'année a commencé par une nette baisse des marchés boursiers suite à l'escalade du conflit en Ukraine et la hausse des taux plus rapide que prévue de la part des banques centrales. Les craintes de récession sont devenues également plus prégnantes en raison des pertes de pouvoir d'achat subies par les ménages du fait de la forte inflation et du net resserrement des conditions financières.

En juillet, les marchés actions ont connu une brève période de rebond. Les investisseurs ont anticipé un ralentissement des rythmes de hausse de taux de la Fed et une politique moins restrictive dès 2023.



Les interventions des banquiers centraux à Jackson Hole ont totalement inversé la tendance. Ils ont réaffirmé leur engagement inconditionnel à lutter contre une inflation beaucoup trop élevée même si c'est au risque de peser sur la croissance et générer une récession. Les marchés actions ont donc de nouveau fortement baissé à partir de la mi-août, l'indice Eurostoxx 50 atteignant son plus bas de l'année, le 29 septembre, et l'indice Standard & Poor's, le 12 octobre.

Ils sont ensuite repartis à la hausse après la publication d'un chiffre d'inflation américain moins fort que prévu, laissant présager par les investisseurs d'une modération du rythme de hausse de taux de la part de la Fed et d'un taux terminal moins élevé. Ils ont également été portés, à partir du 7 décembre, par l'annonce d'un net assouplissement des restrictions sanitaires en Chine, laissant entrevoir la fin de la politique zéro-Covid et un net rebond de la croissance. Les réunions de la Fed et de la BCE, du 14 et 15 décembre, ont mis fin à l'euphorie. Elles ont augmenté leur taux de 50 pb comme attendu tout en restant déterminées à poursuivre leur resserrement monétaire et maintenir une politique restrictive tant que l'inflation ne sera pas jugulée.

Ensuite, les marchés ont commencé l'année 2023 en fanfare en raison de la modération de l'inflation de part et d'autre de l'Atlantique, de chiffres attestant du maintien d'une croissance soutenue aux Etats-Unis, des enquêtes laissant présager que la zone Euro échappera à la récession et du rebond attendu de la croissance chinoise. Cette dynamique a été stoppée nette le 10 mars suite à l'annonce de la faillite de trois banques régionales américaines en l'espace d'une semaine et de la reprise forcée de Credit Suisse par UBS. Entre le 9 et le 17 mars 2023, l'Eurostoxx 50 a perdu 5.2% et le S&P 1.9%. Les craintes de crise systémique ayant été rapidement balayées par les mesures d'envergure prises par la Fed et le Trésor américain, les marchés ont pu rebondir sur les quinze derniers jours de mars.

Au total, sur l'ensemble de l'année, l'indice S&P a baissé de 9.3% alors que l'Eurostoxx 50 a progressé de 10.6% et le CAC 40 de 9.9%. Cette divergence vient notamment du fait que l'indice S&P comprend davantage de valeurs technologiques. Celles-ci sont affectées par la remontée brutale des taux d'intérêt puisqu'elle réduit les bénéfices futurs escomptés. En outre, les marchés européens ont été portés début 2023 par une croissance meilleure que prévu alors que les risques de récession sont devenus un peu plus prégnants aux Etats-Unis. L'indice britannique Footsie 100 a progressé quant à lui de 1.5% sur l'année et l'indice Nikkei de 0.8%.



1. Rapport de Gestion

2) Commentaires de marché ABS

MARS 2022

Les conséquences du conflit en Ukraine qui a débuté le 24 février n'ont pas encore eu le temps d'apparaître pleinement dans les chiffres économiques. Les indicateurs de conjoncture montrent une décélération de l'activité, mais pas une baisse. Pourtant, la guerre a généré une forte chute de la confiance des ménages à la fin du premier trimestre. Plus précisément, les ménages français, comme leurs homologues allemands, craignent désormais de plus en plus qu'une inflation élevée et durable ne pénalise leur niveau de vie et leur épargne : les perspectives des consommateurs concernant leur situation financière à l'horizon des 12 prochains mois se sont dégradées, de même que leurs perspectives concernant leur capacité à épargner, du fait d'anticipations d'inflation en forte hausse. Du côté des entreprises, les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises se sont également nettement dégradées en zone Euro. Le PMI manufacturier de la zone euro est tombé à un plus bas de 14 mois à 56,5 en mars, contre 58,2 en février, en dessous de son estimation initiale et de l'attente du consensus (toutes deux à 57,0). Les difficultés d'approvisionnement se font de nouveau sentir, les pressions haussières sur les prix sont visibles dans de nombreux secteurs et le climat des affaires s'est détérioré avec une baisse des nouvelles commandes étrangères. Enfin, sur le front de l'inflation, l'indice des prix à la consommation a atteint de nouveaux sommets dans les pays de la zone euro surtout du fait d'une nouvelle hausse des prix énergétiques, des matières premières et des produits alimentaires qui étaient déjà élevées. Dans ce contexte, l'inflation en zone Euro s'est établie sur un plus haut historique en mars à 7.5%. Aux Etats-Unis, elle s'est établie à 7.9% en février et devrait encore accélérer en mars.

Du côté des banques centrales, le ton se durcit de plus en plus pour faire baisser l'inflation. Face aux risques liés au marché du travail « extrêmement tendu » et à l'inflation au plus haut niveau depuis 40 ans, la Fed a procédé à sa 1ère hausse des taux depuis 2018 (+25 points de base), pour porter le taux des Fed Funds dans la fourchette [0.25 ; 0.50%]. Les prévisions de taux des différents membres de la Fed ont fortement augmenté : 7 hausses de taux au total sont attendues en 2022 alors qu'ils en anticipaient 4 en décembre. Jerome Powell a par ailleurs laissé présager d'une hausse de taux de 50 pb en mai et de l'annonce de la réduction du bilan de la Fed. La BCE a pour sa part nettement réduit ses achats dans le cadre du PEPP, pour terminer ce programme comme attendu, et annoncé une accélération du rythme de réduction de ses achats d'actifs financiers dans le cadre de l'APP, par rapport aux annonces faites en décembre. Ces derniers pourraient se terminer au 3ème trimestre de cette année, si l'inflation évolue comme prévu, et une 1ère hausse de taux pourrait intervenir « quelque temps après ». La BCE se donne beaucoup de flexibilité et d'optionnalité dans la conduite de sa politique monétaire compte tenu de l'incertitude liée à la guerre en Ukraine et de son impact sur la croissance. Cela dépendra des données.

Sur les marchés, le mois écoulé a été marqué par d'importantes tensions sur les taux obligataires affectés par la nette hausse des anticipations d'inflation et les craintes d'un relèvement de taux plus agressif de la part de la Fed. Le taux 10 ans américain clôturant sur des plus hauts depuis mai 2019, entraînant dans son sillage le 10 ans allemand, qui a atteint en fin de mois des plus hauts depuis mai 2018. Le T-note a progressé de 51 pb sur le mois, pour clôturer à 2.34%, après avoir touché un point haut à 2.47%. Tandis que le rendement du Bund a quant à lui progressé de 41 pb, pour clôturer à 0.55%, après avoir touché 0.64%, le 30 mars.



1. Rapport de Gestion

Côté actions, les marchés ont dans un premier temps poursuivi leur forte baisse, engendrée par le déclenchement et l'escalade du conflit, avant de rebondir suite notamment aux espoirs d'avancée dans les négociations entre la Russie et l'Ukraine. Après avoir perdu près de 11% sur les 6 premières séances, l'Eurostoxx 50 a quasiment effacé toutes ses pertes par la suite pour s'inscrire en baisse de 0.55% sur le mois écoulé. Sur le crédit, après avoir connu un mois difficile en février suite à l'éclatement du conflit en Ukraine, le marché a bénéficié de la moindre aversion au risque des investisseurs à partir du 9 mars. Les spreads de crédit se sont ainsi resserrés de 15 pb contre Bund sur l'investment grade et de 37 pb sur le high yield.

Du côté des structurés de crédit européens, le mois a été marqué par un élargissement plus prononcé des spreads des ABS et CLO européens dans un contexte d'aversion pour le risque. Alors qu'ils avaient commencé à s'écarter en février, d'abord de manière sélective puis généralisée, reflétant le calendrier et le volume d'émission soutenu sur le marché primaire, les spreads des ABS/CLO européens se sont encore élargis en mars en synchronisation avec le marché (avec son décalage habituel) avec le début de l'invasion russe en Ukraine. Dans l'ensemble, les spreads des structurés de crédit européens se sont considérablement élargis dans tous les secteurs et juridictions, mais dans des proportions inférieures aux niveaux observés durant l'été 2020. L'ampleur de l'écartement des spreads est plus évidente à mesure que nous descendons vers le bas de la structure du capital et pour les secteurs ne bénéficiant pas d'un soutien de la BCE ; jusqu'à +15-30 points de base d'élargissement des spreads pour les obligations séniors et nettement plus (> +50 points de base) pour les obligations mezzanines.

En termes d'activité, le volume des nouvelles émissions placé au 1Q22 est en baisse d'environ 20% en glissement annuel, en retard par rapport au 1Q21 mais en avance par rapport au 1Q20 et au 1Q19. Alors que le volume des transactions publiques labélisées STS a été jusqu'ici relativement faible, les secteurs ne bénéficiant pas du label STS principalement les RMBS UK non-prime ainsi que CLO de leveraged loans européens ont dominé les volumes placés. On notera notamment côtés fondamentaux, les derniers rapports de performance trimestriels n'indiquent aucun changement radical de tendance à la fin du trimestre. Alors que les arriérés de paiement à moins de 30 jours étaient généralement stables et que les remboursements anticipés étaient stables ou en hausse, les arriérés de paiement importants (plus de 90 jours) ont continué d'augmenter graduellement et les marges excédentaires (XS spread) dans certains secteurs s'est également légèrement réduites, ce qui ne nous inquiète pas outre mesure compte tenu des niveaux relativement élevés de rehaussement du crédit sur les tranches ABS sélectionnées.

Cependant à l'approche du 2ème trimestre, nous adoptons désormais une vue plutôt prudente à court terme pour le marché des structurés de crédit européens, tout en reconnaissant la forte valeur offerte par la classe d'actifs sur les niveaux de marché actuels. Contrairement aux obligations corporates de très bonne qualité, dont les spreads ont en partie effacé l'élargissement des dernières semaines sur fond d'un retour de l'appétit pour le risque, les structurés de crédit européens n'ont pour l'heure pas encore connu cette phase de rebond. Cette dynamique pourrait dès lors s'avérer similaire dans un avenir proche selon nous. Par conséquent, nous n'excluons pas une stabilisation des spreads à très court terme que l'on commence d'ailleurs à peine à entrevoir sur les dernières séances de mars, voire même un rallye sélectif sur certaines typologies d'actifs qui restent selon nous très bon marché.



1. Rapport de Gestion

Toutefois, l'incertitude entourant l'issue de la guerre et le durcissement progressif des politiques monétaires des principales banques centrales (arrêt du PEPP en mars, LTRO en juin et APP en août) maintiendront selon nous très certainement une forte volatilité sur les marchés et donc une pression sur les spreads des structurés de crédit européens avec un impact indirect par le biais de réallocations des acteurs de marché pour tenir compte d'une moindre valeur relative. Dans ce contexte, nous continuerons d'être particulièrement sélectifs dans le choix de nos investissements.

Ostrum Euro ABS IG termine le mois de mars 2022 sur une performance négative sur chacune des parts : -0.19% / -0.20% / -0.21% respectivement sur les parts SI//N.

AVRIL 2022

Le mois d'Avril aura été meurtrier pour les classes d'actifs risqués dans un contexte marqué par un large éventail de vents contraires, parmi lesquels un cycle de resserrement agressif attendu de la Fed, mais aussi des confinements en Chine pensant ainsi fortement sur l'activité, des pressions inflationnistes persistantes, une hausse des taux obligataires et la récente hausse du dollar américain. Le contexte géopolitique reste également toujours très tendu avec un risque d'élargissement du conflit ukrainien qui couplé au risque sanitaire en Chine déstabilise les chaînes d'approvisionnement, entretient les risques inflationnistes et réduit les perspectives de croissance. L'impact sur la confiance des différents acteurs économiques, européens en particulier, est fort et les investisseurs s'inquiètent du ralentissement de la croissance économique mondiale et d'une politique plus agressive et rapide des banques centrales pour lutter contre l'inflation dans un contexte moins porteur, ravivant les craintes de stagflation voire de récession. La somme de toutes ces peurs a généré une forte volatilité sur les marchés sur le mois d'Avril et même des résultats d'entreprises de bonne facture, meilleurs qu'attendus, n'ont pas aidé à contenir la baisse des marchés.

Sur le front macroéconomique, les investisseurs n'ont pas été rassurés par les derniers indicateurs économiques, bien au contraire. La poursuite de la politique « zéro Covid » en Chine a fortement pesé sur l'activité en avril. La contraction de l'activité dans l'industrie et les services s'est accentuée le mois dernier selon l'enquête mensuelle des PMI. Le ralentissement semble également de mise en Europe. La croissance du secteur manufacturier dans la zone euro est retombée à son plus bas niveau depuis janvier 2021 selon l'indice PMI. Concernant les chiffres d'inflation, les prix notamment en zone euro ont encore progressé en avril, avec une hausse du taux d'inflation globale à +7,5% en glissement annuel vs +7,4% en mars mais surtout on notera une inflation sous-jacente qui accélère bien au-delà des attentes à +3,5% vs +3,2% attendu contre +2,9% en mars, entraînant ainsi sur le mois une nouvelle poussée haussière sur les taux souverains européens. Cette propagation des pressions inflationnistes à l'ensemble de l'économie de la zone euro, avec des prix des biens manufacturés et des services qui continuent de croître fortement, milite pour un retrait plus rapide du soutien monétaire de la BCE ces prochains mois même si la banque centrale devra faire preuve de prudence face aux risques qui pèsent sur la croissance. La hausse des coûts (difficultés d'approvisionnement, prix des matières premières) commence d'ailleurs à se répercuter négativement sur l'économie comme l'ont confirmé les données de PIB de la zone euro pour le 1er trimestre. Si la croissance demeure positive (+0,2% en variation trimestrielle), le rattrapage ralentit dans la quasi-totalité des pays en raison de l'accumulation de vents contraires, ce qui appelle à une certaine prudence qui se reflète notamment dans l'écartement brutal des indices crédit Itraxx Main et Crossover sur le mois (+75 pb à 90.25 pb et +90 pb à 428.5 pb respectivement) soit un point haut depuis mai 2020. De l'autre côté de l'Atlantique, bien que le dilemme entre inflation et croissance soit également au cœur des débats, la meilleure résilience de l'économie américaine permettra d'amortir le choc additionnel qu'entraînera le resserrement monétaire rapide de la Fed ces prochains mois, ce qui explique l'accélération encore plus rapide des taux souverains à 10 ans américains par rapport aux taux européens.



1. Rapport de Gestion

La poursuite de l'accélération des prix, illustrée par la publication de l'indicateur PCE préféré par la Fed (+6,6% vs +6,3% en mars) envoie un signal de plus en faveur du retrait rapide de la Fed, avec une hausse très probable de 50 pb lors de sa prochaine réunion du 4 mai. Si une telle stratégie contribuera au ralentissement de la croissance attendu ces prochains mois, le dynamisme de la consommation américaine, porté par la progression soutenue des salaires, permettra d'amortir le choc.

Sur le marché des structurés de crédit européens, le mois a été marqué par un élargissement des spreads ABS et CLO européens à l'image du mouvement observé sur les spreads de crédit européen avec cependant son décalage habituel. Néanmoins, dans ce contexte d'aversion pour le risque, les structurés de crédit européens ont moins souffert que le crédit, avec un écartement de l'ordre de 2 à 5 pb sur les obligations séniors et de l'ordre de 5 à 10 bps sur les tranches mezzanines Investment grade et bien plus pour les obligations Sub-Investment grade. L'ampleur de l'écartement des spreads est bien évidemment plus évidente à mesure que l'on descend vers le bas de la structure du capital et pour les secteurs ne bénéficiant pas d'un soutien de la BCE.

En termes d'activité, le mois d'avril a été sans nul doute un des mois les plus prolifiques depuis 2011 en termes de volume de nouvelles émissions avec près de 8 milliards d'euro placés publiquement auprès des investisseurs sur la période portant ainsi le volume émis depuis le début d'année à 30 milliards d'euro. Les transactions ainsi émises sur le mois ont permis d'offrir au marché une certaine diversification tant sectorielle que géographique et ont toutes rencontré une demande assez fournie de la part des investisseurs. On notera cependant à la lecture des spreads finaux – généralement plus serrés que les guidances initiales – et des ratios de couverture, un niveau d'exécution moins solide notamment pour les obligations séniors de transactions RMBS UK adossés à des collatéraux non-prime du fait d'une certaine vigilance des investisseurs au regard des niveaux de marché dans le contexte actuel et d'une certaine fatigue ou moindre appétit des investisseurs certainement liée à une offre de papier abondante notamment sur la dernière semaine du mois, très chargée et contribuant pour 50% du volume émis sur le mois.

Dans le contexte actuel, nous conservons une position plutôt prudente à court terme pour le marché des structurés de crédit européens, tout en reconnaissant la forte valeur offerte par la classe d'actifs sur les niveaux de marché actuels. En effet, dans le contexte inflationniste actuel, les ABS et CLO profitent de leur coupon flottant, et la récente augmentation des spreads offre selon nous un bon point d'entrée sur le marché, y compris sur les segments les plus sécurisés dont le rendement à maturité passe maintenant souvent en territoire positif. Toutefois, l'incertitude entourant l'issue du conflit Russo- ukrainien et le durcissement à venir des politiques monétaires des principales banques centrales y compris de la BCE maintiendront selon nous très certainement une forte volatilité sur les marchés à court-moyen terme et indirectement une pression sur les spreads des structurés de crédit européens. Dans ce contexte, nous continuerons d'être particulièrement sélectifs dans le choix de nos investissements.

Sur le mois d'Avril 2022, Ostrum Euro ABS IG affiche une performance négative de -0.19% / -0.20% / -0.21% respectivement sur les parts SI//N soit une performance depuis le début d'année en retrait de -0.39%/-0.42%/-0.46% respectivement sur les parts SI//N surperformant ainsi les autres classes d'actifs obligataires du fait d'une sensibilité taux et crédit réduites.



1. Rapport de Gestion

MAI 2022

Les craintes qu'un resserrement monétaire agressif par les banques centrales induise une récession ont compliqué l'évaluation des perspectives économiques sur le mois de mai. Les prix de l'alimentaire et de l'énergie continuent d'augmenter pénalisant le pouvoir d'achat des ménages, mais les enquêtes auprès des chefs d'entreprises restent robustes. A ce tableau s'ajoutent les confinements Covid en Chine et la guerre en Ukraine qui perturbent les chaînes d'approvisionnement et rajoutent des tensions inflationnistes. Le manque de visibilité sur les perspectives économiques mondiales a généré un pic de volatilité sur les marchés financiers sur le mois. Aux Etats-Unis, les avertissements sur les profits des entreprises comme Walmart ont intensifié les inquiétudes concernant l'impact persistant de l'inflation et ont contribué au « sell-off » que l'on a pu observer sur plusieurs secteurs. Les principaux indices boursiers américains, le S&P 500 et le Dow Jones sont restés flat sur le mois. Le S&P 500 a terminé le mois en baisse de 14 % par rapport à son plus haut de janvier. L'indice des valeurs technologiques, le Nasdaq, a reculé de -2,4 %. L'annonce en fin de mois d'un allègement des restrictions sanitaires strictes en Chine, avait provoqué un mouvement « risk-on » sur les marchés financiers, mais qui a été de courte durée. Le risque d'autres confinements Covid reste élevé tant que les autorités chinoises continueront avec leur politique zéro-Covid, ce qui continuera de peser négativement sur les perspectives d'activité chinoises. Sur les marchés boursiers européens, l'accélération de l'inflation en mai à 8.1 %, après 7.4 % pour le mois d'avril, un plus haut niveau depuis 1997, a mis fin aux tentatives de rebond de l'indice pan continental, l'Euro Stoxx 600, qui a terminé en baisse de -0.6 %. Ce chiffre d'inflation a été probablement connu par C. Lagarde qui avait annoncé en début de mois, que la BCE devrait relever son taux directeur en juillet, une première depuis 11 ans ! De l'autre côté de l'Atlantique, les élections des « Mid-Term » approchent, et l'inflation élevée risque de compromettre les chances des Démocrates. J. Biden a invité J. Powell à son bureau Ovale pour lui faire part de son impatience en indiquant que la Réserve Fédérale américaine a « pour responsabilité première de contrôler l'inflation ».

Sur les marchés de taux, le mois de mai avait bien commencé sur fond d'intensification des craintes de récession mondiale, pour ensuite subir un « sell-off » en fin de mois, lié aux craintes sur la persistance de l'inflation. Après avoir atteint un pic en début de mois à 3.12 %, proche de son haut depuis 2017, le taux d'intérêt à 10 ans américain a baissé sous les 2.8 % pour ensuite terminer le mois en hausse à 2.85 %, sur fond d'inquiétudes sur la persistance des tensions inflationnistes. Le segment 2-10 ans américain s'est repentifié de 30 bps, après s'être inversé en avril. Sur les marchés de taux souverains européens, la tendance a été la même puis s'est également inversée en fin de mois à la suite de la publication du chiffre d'inflation de la zone Euro qui a surpris à la hausse. Cela s'est traduit par un mouvement de pentification et d'écartement des spreads, notamment pour les pays dits « périphériques ». La dernière adjudication italienne d'emprunts d'Etat sur cinq ans a été émise à un taux d'intérêt de 2.16 %. Les cours du brut ont augmenté de 10 % sur le mois de mai, alimentant les craintes inflationnistes, à l'image du cours du Brent qui a bondi à 122 \$, son plus haut niveau depuis mars, à la suite de la déclaration de l'UE d'imposer un embargo sur le pétrole russe livré par voie maritime.

Sur le mois, l'activité sur le marché des structurés de crédit européens a été - du moins superficiellement - en hausse tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire au travers d'un flux important de mises aux enchères (BWIC). Les transactions nouvellement émises sur le marché primaire se sont placées sur des niveaux de spread relativement larges par rapport aux guidances initiales reflétant un sentiment de marché clairement « risk-off ». Certaines tranches d'ABS séniors très bien notées qui étaient proposées à l'offre n'auraient vraisemblablement pas été entièrement souscrites au lancement, tandis que les tranches mezzanines initialement proposées ont quant à elle été principalement retenues par les émetteurs ou bien fait l'objet d'un placement privé auprès d'un nombre très limité d'investisseurs.



1. Rapport de Gestion

Sur le marché secondaire, les conditions d'exécution ne se sont pas du tout révélées uniformes ; les listes de titres proposés en BWIC sur le mois n'auraient pas toutes entièrement été exécutées, comme l'attestent les nombreux « DNT » communiqués au marché. Ceci reflète parfaitement le déséquilibre actuel entre l'offre et la demande et plus précisément la divergence de point de vue qui subsiste entre d'un côté des vendeurs qui n'ont pas un besoin urgent de vendre à tout prix du papier et qui ont de ce fait des attentes élevées en termes de prix d'exécution et de l'autre côté un nombre limité d'investisseurs très opportunistes en quête de papiers à des prix décotés.

Sur le mois, on compte cinq transactions émises sur le marché primaire européen : une transaction Consumer-ABS allemande (Fortuna 2022-1), trois transactions Auto-ABS allemande (VCL 36), finlandaise (KIMI 11) et portugaise (Ulisses Finance 3) et une transaction RMBS UK Non-conforming en sterling (Together ABS), ne laissant qu'une transaction de cartes de crédit française dans le pipeline. Au global, c'est environ 1.5 milliard d'euros de titrisation qui ont été placés auprès d'investisseurs au cours des deux dernières semaines. Cela contraste fortement avec les autres secteurs obligataires qui ont enregistré un important volume d'émissions : 21.8 milliards d'euros pour les obligations financières, 22.7 milliards d'euros pour le credit coporate et 10.4 milliards d'euros pour les covered bonds.

Les spreads des structurés de crédit européens ont continué leur mouvement d'élargissement sur le mois, 10 à 20 points de base pour les obligations seniors et 40 à 75 points de base pour les obligations mezzanines en fonction des typologies et juridictions. Cela étant on a pu constater que la demande sur le marché secondaire s'était quelque peu raffermie ces derniers jours laissant présager une stabilisation à venir des niveaux de marché.

Alors que la plupart des investisseurs restent encore à l'écart du marché, adoptant une approche plutôt attentiste, certains sont prêts à faire tourner leurs portefeuilles pour profiter des rares opportunités intéressantes actuellement disponibles dans le marché. Le flux relativement régulier de papiers proposés sur le marché secondaire contribue à fournir un point de référence de prix fiable sur les principaux segments de marché les plus liquides, mais l'offre disparate et irrégulière sur le marché primaire depuis quelques semaines rend le processus de placement et de pricing quelques peu difficile pour les émetteurs qui tentent un retour sur le marché primaire via un placement public ; il n'est donc pas surprenant que certaines transactions soient reportées ou retenues, ou suivent la voie d'un placement privé. Pour preuve, Banque PSA Finance a été obligé finalement de reporter sa nouvelle transaction Auto-ABS espagnole dans l'attente de meilleures conditions de marché. Dans des conditions de marché loin d'être optimales, Santander Consumer Bank a quant à elle placé dans le marché l'intégralité de la tranche sénior de sa nouvelle transaction Auto-ABS finlandaise mais a finalement décidé de retenir les tranches mezzanines de cette même transaction.

A court-moyen terme, nous anticipons un retour des transactions primaires à mesure que les marchés se stabilisent et continuent de chercher une nouvelle base sur laquelle rebondir. La conférence ABS de Barcelone qui se tiendra comme chaque année à la mi-juin, et qui rassemble toute la communauté des émetteurs et investisseurs sur le marché des structurés de crédit, fournira selon nous un aperçu de l'état actuel du marché et du sentiment qui prédomine ce qui pourrait éventuellement déclencher davantage de flux sur le marché primaire avant l'été... en l'absence de chocs exogènes déstabilisateurs : monétaires, géopolitiques, inflationnistes, etc...



1. Rapport de Gestion

Dans le contexte actuel, nous conservons une position plutôt prudente à court terme pour le marché des structurés de crédit européens, tout en reconnaissant la forte valeur offerte par la classe d'actifs sur les niveaux de marché actuels. En effet, dans le contexte actuel, les structurés de crédit européens (ABS & CLOs) bénéficient de leur faible sensibilité aux taux (FRN), et la récente augmentation des primes de risque (spreads ABS) offre selon nous un bon point d'entrée sur le marché, y compris pour les segments les plus sécurisés et les plus liquides dont le rendement à maturité est maintenant passé en territoire positif. Toutefois, le durcissement à venir des politiques monétaires des principales banques centrales y compris la BCE et l'incertitude entourant l'issue du conflit Russo- ukrainien maintiendront selon nous très certainement une forte volatilité sur les marchés à court-moyen terme et indirectement une pression sur la dynamique de spreads des structurés de crédit européens. Dans ce contexte, nous continuerons d'être particulièrement sélectifs et opportunistes dans le choix de nos investissements.

Sur le mois de mai 2022, Ostrum Euro ABS IG affiche une performance négative de -0.55% / -0.56% / -0.57% respectivement sur les parts SI/I/N.

JUIN 2022

En juin, les chiffres de PIB européens pour le 1er trimestre ont été révisés à la hausse, +0.6% de croissance contre +0.3% initialement estimé. Il s'agit d'une amélioration en trompe l'œil, essentiellement dû aux stocks puisque la demande domestique est restée faible. Aux Etats-Unis la consommation commence à montrer de clairs signes de faiblesse ce qui, malgré le dynamisme de l'investissement, fait craindre un 2ème trimestre négatif ce qui constituerait donc une récession technique.

Alors que les indicateurs avancés avaient montré une résilience surprenante, les PMI ont nettement baissé en juin. Les PMI de la zone euro restent à des niveaux satisfaisants, 51.9 pour le composite ; toutefois la baisse est importante (54.6 en juin) et les composantes les plus « forward looking » sont très bas et tendent à montrer qu'il existe un potentiel baissier dans les mois à venir. On assiste donc aux premiers signes tangibles d'un ralentissement économique qui semble inévitable. De même le moral des ménages a beaucoup baissé, l'enquête du Conference Board est particulièrement mauvaise. Le solde entre la part des ménages anticipant une amélioration de l'activité et la part de ceux anticipant une dégradation de l'activité est très négatif et au plus bas depuis mars 2009. Un tel niveau est associé à une récession.

L'inflation reste très élevée, 8.6 % en Europe, un nouveau record, en ligne avec les attentes. L'inflation sous-jacente recule marginalement (3.7 % après 3.8 %) mais ceci est essentiellement dû à un effet non récurrent sur les transports allemands. C'est le même niveau aux Etats-Unis, 8.6 %, même s'il faut noter, dans ce cas une l'inflation sous-jacente était de 6.0 % après 6.2 % en avril et un pic à 6.5 % en mars. Les premiers signes d'un pic d'inflation se mettent donc en place aux Etats-Unis alors que dans le cas de l'Europe l'inflation ne devrait pas montrer de signes de baisse nets avant septembre.

Du côté des banques centrales, l'accélération du resserrement monétaire ne se dément pas. On compte 65 hausses de taux dans le monde au 2ème trimestre parmi les 53 banques centrales principales. Le 15 juin, la Fed a relevé ses taux de 75 bps après une hausse de 50 bps six semaines plus tôt, le 4 mai. Le dot chart a également beaucoup bougé avec un atterrissage fin d'année à 3.25/3.50%. La courbe a pricé des Fed funds jusqu'à 3.5 % en fin d'année. A noter que la Fed a, en théorie, débuté sa hausse de Quantitative Tightening, même si la taille de son portefeuille n'a baissé que de \$ 5 milliards en juin, bien loin des \$ 47.5 milliards prévus.



1. Rapport de Gestion

Lors de sa réunion du 9 juin, la BCE a confirmé l'arrêt du QE fin juin ainsi qu'une hausse des taux de 25 bps en juillet, et laisse ouvert la possibilité d'une hausse de 50 bps en septembre. Dans les jours qui ont suivi, la BCE a momentanément calmé les marchés en parlant d'un dispositif « anti-fragmentation » qui stabiliserait les taux périphériques. Le gouverneur Panetta a dit que le spread italien devrait être 150 bps. Christine Lagarde a confirmé la mise en place de cet instrument contre la fragmentation, il devrait être annoncé le 21 juillet lors de la prochaine réunion de la BCE.

Sur les marchés, le mois a été extrêmement difficile pour les actifs risqués avec des primes de crédit qui ont énormément progressé alors que les actions affichaient une performance très négative. Si les taux d'intérêts s'affichent à la hausse sur le mois, la volatilité a été, là aussi, sur des niveaux extrêmes : le Bund, par exemple avait débuté le mois à 1.1%, il a dépassé 1.75% au plus haut avant de se replier sous 1.35% en fin de mois.

Les marchés actions ont fortement baissé. Le MSCI monde cède plus de 8%, et 21% depuis le début de l'année, l'Eurostoxx 50 et le Standard and Poor's baissent dans les mêmes proportions. La typologie est, sans surprise, très « risk-off », avec parmi les secteurs qui résistent la consommation de base ou les télécoms alors que les plus pénalisés incluent les ressources de base, la consommation discrétionnaire ou les banques. De même, le style qui a le mieux résisté est « min vol » alors que le plus pénalisé est « small cap ».

Sur les taux souverains, le mois a été très volatile, l'indice MOVE est d'ailleurs proche des plus hauts historiques. Le mois se décompose en deux phases. Sur les trois premières semaines les taux ont très fortement progressé, le Bund passant de 1.12% fin mai à 1.77% le 21 juin, le US Treasury, lui est passé 2.85% à 3.48% le 14 juin. Le reste du mois a vu le mouvement inverse avec un Bund qui redescendait à 1.33% et un US Treasury qui tutoyait 3.0% en fin de mois. Il est à noter, d'une part que le Bund a bougé en synchronisation presque parfaite avec le US Treasury avec un bêta proche de 1 ce qui est très supérieur à sa moyenne de long terme, plus proche de 0.4. D'autre part il faut noter que les mouvements sont très essentiellement le fait des taux réels, la volatilité sur les points morts d'inflation étant considérablement plus faible.

En ce qui concerne les taux périphériques, l'annonce de la fin du QE, la hausse des taux et, de manière plus générale, la hausse des primes de risques, a poussé les spreads à l'écartement. L'annonce par la BCE d'un mécanisme « anti-fragmentation » a calmé cette tendance et les spreads périphériques se sont stabilisés en fin de mois sur des niveaux compatibles avec la moyenne de long terme de leur prime de risque.

Sur le crédit, le mois a été extrêmement difficile avec des écartements de spreads rapides : 56 bps sur l'IG et 169 bps sur le HY ce qui constitue un des pires mois jamais enregistrés. Le taux de défaut implicite sur le HY européen est maintenant de l'ordre de 40% sur 5 ans ce qui serait pire qu'après la crise de 2009. Les primes de risques sont donc très larges et compatibles avec un scénario économique très noir. Il faut aussi prendre en compte la très faible liquidité sur les marchés qui augmente la volatilité.



1. Rapport de Gestion

Enfin pour finir, sur le marché des ABS & CLO européens, même constat. Après un premier mouvement d'élargissement lié au début du conflit russo-ukrainien, les spreads des ABS & CLOs européens ont continué sur le mois de juin leur mouvement d'élargissement entamé depuis février sous l'effet d'une combinaison de plusieurs facteurs : resserrement monétaire des banques centrales, ralentissement à venir de la croissance économique, volatilité sur les taux, hausse des spreads sur le crédit, mouvements d'arbitrage de fonds globaux pour se repositionner sur le marché du crédit plus fortement impacté par le contexte actuel et pression liée à la vente des ABS, classe d'actif ayant le mieux résisté jusqu'à présent, pour faire face à des mouvements de rachats de fonds certes pour le moment contenu.

Bien que l'élargissement des spreads ait légèrement ralenti au cours des dernières semaines, le contexte de marché demeure cependant très difficile à la fois sur le marché primaire et secondaire, compte tenu de l'accélération du « sell off » sur le marché du crédit. Le programme d'achat (APP) de la BCE a maintenant pris fin comme prévu, bien qu'il soit possible pour la BCE d'utiliser la flexibilité offerte par les réinvestissements, l'institution devrait l'utiliser principalement pour la gestion des spreads intra sectoriels, ce qui pourrait profiter finalement aux pays d'Europe du Sud. Dans le cas des ABS, l'activité de la BCE au travers de son programme d'achat (ABSPP) s'est concentrée principalement sur le mois de juin sur les secteurs très liquides, celui des RMBS néerlandais et des ABS Auto. Par conséquent, le timing d'une stabilisation tant espérée par les marchés reste à l'heure actuelle très incertain, alors que l'environnement macroéconomique continue de se détériorer, que les banques centrales poursuivent le resserrement de leur politique monétaire et que les rendements des obligations d'états s'améliorent sensiblement incitant ainsi les investisseurs à abandonner des actifs plus risqués au profit des obligations d'états.

Dans le détail, sur le marché primaire des ABS & CLOs, très peu d'activité à noter sur le mois de juin à l'exception d'une rare transaction adossée à des primes d'assurance britanniques, PCL Funding VI Pls Series 2022-1. Sur le segment des CLOs européens, nous avons eu écho de quelques managers qui s'apprêtaient à émettre de nouvelles opérations avec des structures plus défensives (1y NC / 1y ReinVP). Globalement, le constat est clair, les conditions de marché actuelles ne permettent pas d'un point de vue économique une activité plus soutenue sur le marché primaire.

Sur le marché secondaire, comme indiqué précédemment, le mois était à l'élargissement des spreads sur les segments UK RMBS & ABS avec une dispersion apparente sur le segment UK RMBS BTL et Non prime sur fonds d'interrogation des acteurs de marché concernant l'exercice ou non des options de call prévue en 2022. Sur ce dernier point, cela ne s'est d'ailleurs pas encore reflété dans les prix. Sur obligations ABS séniors, tous secteurs confondus, les spreads sont généralement 20-40 bps plus larges sur le mois avec une base entre les segments Buy-to-Let & Non Prime passant à 25-30 bps contre 5-10 bps en début d'année. Les titres se négociant en fin de mois dans un contexte de Low Mid -Mid High 100 bps. Les RMBS 1.0 ont quant à eux sous-performé sur le mois, les obligations séniors se négociant dans un contexte de High 100-Low 200 bps offrant ainsi des niveaux de spreads plus larges et une convexité plus élevée que les RMBS 2.0. Rotation et génération de cash restant les thèmes prédominant sur le mois de juin pour faire face à des mouvements de rachat chez certains de nos concurrents. Cela étant, cela s'est fait sans réelle panique et dans un volume globalement limité jusqu'à présent. Sur les obligations ABS mezzanines, les mouvements d'élargissement sont de plus grande ampleur sur le mois. Les obligations AA se négocient désormais dans un contexte de Mid 200s-Low 300 bps soit 50-100 bps plus large, les singleA dans un contexte de Low-Mid 300 bps soit 75-125 bps plus large et les BBB dans un contexte de High 300s-High 400 bps soit 150-200 bps plus larges.



1. Rapport de Gestion

En relatif, les ABS & RMBS européens ont connu les mouvements les plus importants sur le mois dans un contexte volatile marqué par l'arrêt des achats de la BCE et la hausse des taux. Les papiers périphériques ont été les premiers touchés avant d'être suivi par les papiers core Europe. Sur les obligations séniors, les papiers core européens se négocient dans un contexte de 50-80 bps et les papiers périphériques dans un contexte de Low-Low Mid 100 bps. L'activité sur les obligations mezzanines euro a quant à elle été plutôt limitée jusqu'à présent avec tout de même quelques niveaux connus sur des BWICs notamment sur des obligations notées BBB de RMBS Buy-to-Let hollandais se négociant dans un contexte de Low Mid 400 bps soit +200 bps plus larges qu'en début d'année.

Sur le segment des CMBS, nous avons constaté une faiblesse similaire ce mois-ci avec une dispersion forte sur le segment de la Logistique et du Retail. Le premier se négociant dans un contexte de High 100/Low 200 bps quand le second se négocie maintenant dans un contexte de High 200s. L'offre de papier sur le segment CMBS est restée très limitée, le secteur étant marqué par une faible liquidité et un manque de profondeur caractéristique des segments high beta dans un marché « risk-off », les investisseurs préférant clairement se délester d'actifs facilement remplaçables et plus « liquides » comme les CLOs.

Enfin, sur le segment des CLOs européens, le mois a été actif avec pas moins de 700m d'euros de volume sur le marché secondaire principalement à travers des mises en enchères (BWICs). 40% du volume proposé concernait des obligations notées AAA. D'une manière générale, l'offre reste biaisée vers le haut de la structure de capitale essentiellement des obligations notées AAA et AA alors que les clients se tournent plutôt vers le milieu et le bas de la structure de capitale attirés par des perspectives de rendement beaucoup plus attrayantes. En termes de mouvement, l'offre élevée de papiers combinée à un contexte macroéconomique incertain et à des taux en hausse, ont entraîné sur le mois un mouvement d'élargissement des obligations notées AAA de près de 50 bps. Pour les obligations à plus longue durée, les niveaux en fin de mois se situent désormais dans un contexte de Low-Low Mid 200 bps. La baisse de 4 à 8 points en prix des Leveraged loan sur la 2ème partie du mois, a quant à elle entraîné des mouvements plus importants sur le bas de la structure de capitale avec des obligations notées BB se négociant désormais dans les 70% en termes de prix soit 100-175 bps plus larges sur le mois. D'une manière générale, sur ces niveaux relativement larges, nous voyons des intérêts dans le marché de la part de certains hedged funds sachant que les CLO européens se négocient à l'heure actuelle sur des niveaux plus larges que leurs homologues US notamment sur la partie la partie AAA, la plus liquide.

Dans le contexte actuel, nous conservons une politique de gestion plutôt prudente à court terme sur nos fonds spécialisés, tout en reconnaissant la forte valeur offerte par la classe d'actifs ABS & CLOs sur les niveaux de marché actuels. En effet, dans le contexte actuel, les structurés de crédit européens (ABS & CLOs) bénéficient de leur faible sensibilité aux taux (FRN), et la récente augmentation des primes de risque offre selon nous un point d'entrée d'intéressant sur le marché, y compris pour les segments les plus sécurisés et les plus liquides dont le rendement à maturité est clairement passé en territoire positif. Toutefois, le durcissement à venir des politiques monétaires des principales banques centrales et l'impact sur la croissance maintiendront selon nous très certainement une forte volatilité sur les marchés à court-moyen terme et indirectement une pression sur la dynamique de spreads des ABS & CLOs européens. Dans ce contexte, nous continuerons d'être particulièrement sélectifs et opportunistes dans le choix de nos investissements. A fin Juin, le fonds présente d'ailleurs des caractéristiques attractives : un spread moyen 120 bps contre Euribor, un Yield to Maturity de 2.6%, une WAL courte de moins de 2 ans et une sensibilité aux taux proche de 0 pour un rating moyen du fonds de AA.

Sur le mois de juin 2022, Ostrum Euro ABS IG affiche une performance négative de -0.34% / -0.35% / -0.36% respectivement sur les parts SI//N.



1. Rapport de Gestion

JUILLET 2022

La fin du mois de juillet aura réservé de bonnes surprises quant à la croissance, notamment en Europe avec un PIB qui est ressorti bien supérieur aux attentes pour le 2ème trimestre et dans une moindre mesure aux Etats-Unis avec des données de consommation qui rebondissent en juin. En parallèle, les publications de données d'inflation ont envoyé des signaux toujours inquiétants de part et d'autre de l'Atlantique. Si l'action des banques centrales ces prochains mois nous semble toujours nécessaire, ce n'est pas la lecture d'une part importante des investisseurs ces derniers jours qui alimentent la faiblesse des taux souverains dans un contexte d'inquiétudes quant aux répercussions sur les chiffres de croissance à venir.

Aux Etats-Unis, les données de consommation et d'inflation américaines au mois de juin, publiées fin juillet, confirment la nécessité pour la Fed de poursuivre son resserrement monétaire, après avoir relevé une seconde fois ses taux de 75 bps en juillet, avec de multiples hausses de taux à attendre ces prochains mois. Si nous considérons également que le pic a été atteint dans l'ampleur des hausses de taux directeurs, qui seront donc moins élevées lors des prochaines réunions, la Fed devra selon nous, emmener sa politique monétaire en territoire restrictif afin de lutter durablement contre les pressions inflationnistes. Sur ce point, les signaux restent inquiétants à l'instar de la nette hausse du taux d'inflation PCE de juin, indicateur privilégié par la Fed (+1% en rythme mensuel vs +0,6% en mai), y compris sur sa composante sous-jacente, tandis que les salaires ont également connu une augmentation sensible au cours du 1er trimestre (+1,4% en rythme trimestriel), un élément sur lequel J. Powell avait alerté lors de sa réunion et qui témoigne d'une boucle prix-salaires à l'œuvre. En face, malgré un PIB du T2-2022 très décevant, la croissance américaine possède encore des ressources à l'instar de la consommation des ménages, dont les dépenses s'inscrivent en hausse en juin. Pour que les investisseurs se rassurent plus nettement quant à la capacité de la croissance américaine à éviter un atterrissage brutal, et ainsi permettre aux taux souverains de repartir de l'avant, il faudra encore constater plusieurs indicateurs favorables ces prochains mois.

En Europe, La croissance estimée pour le 2ème trimestre s'avère plus forte qu'attendu comme le montre la publication du PIB de la zone euro pour le 2ème trimestre ressortant bien supérieur aux attentes (+0,7% en rythme trimestriel pour la zone euro vs +0,2% attendu et +0,5% au T1) envoyant ainsi un signal rassurant concernant la résilience de l'économie européenne. L'Italie, l'Espagne et la France profitent pleinement du rebond de l'activité touristique et s'appuie sur une consommation qui a tenu malgré l'inflation alors que l'économie allemande qui stagne depuis trois mois subit de plein fouet la crise du gaz russe. Sur ce deuxième point, les signaux sont quant à eux toujours plus inquiétants, à l'instar du taux d'inflation de juillet en zone euro atteignant de nouveaux sommets (+8,9% en glissement annuel vs +8,6% en juin), et les risques demeurent haussiers du fait de la crise énergétique et de la diffusion des pressions inflationnistes à tous les pans de l'économie. Malgré ces deux éléments qui justifient une action rapide de la part de la BCE, après une première hausse de 50 bps le 21 juillet dernier, soit une première hausse depuis 2011 ramenant ainsi le taux de dépôt à zéro, les attentes des marchés financiers concernant sa réunion de septembre continuent de se réduire (la probabilité d'une hausse de 50 bps reste majoritaire mais s'est très nettement affaiblie), ce qui pèse sur les taux souverains. Les craintes sur la croissance semblent donc l'emporter mais nous considérons toujours que la BCE devra faire de nouveau un mouvement d'ampleur à la rentrée avant de poursuivre son resserrement monétaire à un rythme plus lent. En outre, en dépit des éléments rassurants sur la croissance et sur la politique italienne, notamment suite aux propos du parti des Frères d'Italie (en tête dans les sondages) se montrant favorable à respecter les règles budgétaires européennes, l'euro ne parvient pas à rebondir, signe de l'incertitude forte quant aux perspectives.



1. Rapport de Gestion

Sur les marchés financiers, le mois de juillet a pris le contrepied de la dégradation du mois de juin. Les spreads de crédit ont eu tendance à se resserrer, les marchés d'actions ont fortement rebondi. Les rendements obligataires ont également reflué grâce au dégonflement des prix du pétrole et au tassement des anticipations d'inflation. La volatilité réalisée demeure malgré tout élevée, mais les volatilités implicites sont loin des niveaux de crise.

Dans le détail, le marché du crédit respire enfin après une fin de semestre horrible. Les spreads de crédit investment grade (187 bps contra Bund fin juillet) se sont resserrés de 31 bps en juillet. Il semble que les conditions de liquidité soient aussi difficiles à la vente qu'à l'achat depuis le début de l'été. Le manque de liquidité crée des situations de « short squeeze » c'est-à-dire de couverture de positions vendeuses, qui contribuent à la stabilisation de spreads probablement trop larges. Sur le high yield, les conditions de liquidité sont aussi mauvaises. Les spreads sur le marché du high yield se sont resserrés de 58 bps pour clore le mois de juillet à 590 bps. La décompression des spreads n'est donc pas effacée. Sur les taux, les rendements souverains connaissent des variations très surprenantes. Les niveaux de fin juillet sont beaucoup plus faibles que ceux qui prévalaient à la mi-juin. Le T-note américain a perdu plus de 50 bps en juillet et près de 90 bps depuis le sommet du 17 juin. La thématique de récession a effacé l'impact des taux de Fed funds. Le positionnement spéculatif vendeur, l'amélioration rapide du déficit public et la réduction moins forte que prévu du bilan de la Fed ont amplifié la tendance. En zone euro, le Bund affiche une tendance similaire. L'emprunt allemand à 10 ans est passé d'1.33% fin juin à 0.82% au 31 juillet. Le manque de collatéral semble peser sur le 2 ans allemand dont l'évolution semble totalement ignorer les perspectives de taux et l'accélération des prix. Quant aux actions, les marchés ont repris le chemin de la hausse. Le MSCI monde s'adjuge 7.4 % réduisant ses pertes sur 2022 à 14.9%. L'EuroStoxx 50 (+7.3%) et le S&P 500 (+9.1%) rebondissent dans les mêmes proportions. En Europe, la technologie et les valeurs cycliques et de consommation ont rattrapé une partie de leur retard de performance. A l'inverse, les valeurs bancaires, l'énergie ou encore les télécommunications subissent des prises de profit. Les thématiques « qualité » et « croissance » sont gagnantes en juillet au détriment des valeurs décotées.

Concernant le marché des ABS & CLO européens, le mois de juillet s'apparente à celui du mois de juin avec une poursuite du mouvement d'écartement des spreads de marché plutôt qu'un resserrement à l'instar du crédit européen sur la même période. Le marché des ABS reste en cette période marqué par une faible liquidité et un ralentissement marqué de l'activité même si sur la fin du mois on note une légère reprise d'activité en secondaire et les signes d'un début de stabilisation des niveaux de marché.

En termes d'activité, alors que le marché primaire ABS européen est resté entièrement fermé aux émissions publiques sur l'ensemble du mois de juillet, le flux de transactions retenues ou optant pour un placement privé est resté ininterrompu sur le mois profitant d'un contexte de marché globalement stable pour les émetteurs et d'un appétit toujours présent d'une poignée d'investisseurs sur les niveaux de marché actuels. Sur le mois, en Europe, cela concerne 11 transactions dont 7 qui ont fait l'objet d'un placement privé dont Sabadell Consumo FT 2 en début de mois, titrisation de prêts à la consommation originés en Espagne par Bonco de Sabadell – l'ensemble des tranches sénior comme mezzanines ayant été pré-placées - et BPCE Consumer Loans FCT 2022 en fin de mois, titrisation de prêts à la consommation originés par en France BPCE – seule la tranche sénior ayant été pré-placée. Sur le mois, €4.4 Mds ont ainsi été distribués aux investisseurs de manière privée contre €15.5 Mds retenues. En conséquence, 46% du total des émissions d'ABS européens distribués en 2022 ont fait l'objet d'un placement privé dont 66% de l'offre au Royaume-Uni et 22% du volume en zone Euro. Depuis le début d'année, le montant total distribué aux investisseurs représente ainsi près de €39.2 Mds soit la seule autre année depuis 2016 - si on exclut l'année 2020 pour cause de crise du COVID-19 - au cours de laquelle le total des émissions distribuées depuis le début d'année reste inférieur au seuil de €40Mds à fin juillet.



1. Rapport de Gestion

Sur le marché secondaire, ni le ralentissement de l'activité sur le front primaire ABS ni le début d'une « recovery » sur les marchés du crédit européen au sens large n'ont pu suffire à stopper le biais à l'écartement des spreads ABS au cours des deux dernières semaines du mois, alors que les spreads indicatifs dans la plupart des secteurs qui composent le marché ABS européen se sont encore élargis à l'approche des traditionnelles vacances du mois d'août. L'activité de trading en secondaire et le volume de BWIC sont sans surprise restés plus calmes que d'habitude et bien qu'il y ait eu quelques signes de regain d'intérêt à l'achat de la part de certains investisseurs sur le haut de la structure du capital, et même un léger resserrement des spreads sur les RMBS UK séniors, nous réitérons notre vision prudente sur la direction des spreads dans les semaines à venir étant donné que le contexte de marché reste fragile et chargé d'incertitudes.

Sur ce dernier point, au cours des deux dernières semaines du mois de juillet, les spreads sur la plupart des tranches séniors d'ABS européens se sont d'ailleurs élargis de +1 à +5 bps sur une base générique, y compris sur les tranches séniors d' Auto ABS, de RMBS néerlandais et des RMBS italiens éligibles à la BCE dans un mouvement de l'ordre de + 2 bps chacun, les CMBS et RMBS séniors espagnols éligibles à la BCE de l'ordre de +5bps chacun, tandis que les RMBS portugais, les Consumer ABS et les RMBS séniors hollandais très courts (2 ans de WAL) ont été les seuls secteurs à rester stables sur la dernière quinzaine du mois. Pendant ce temps, sur le segment mezzanine ABS euro, les spreads ont continué de s'élargir sur le mois dans un contexte de faible liquidité. Les tranches mezzanines d'Auto ABS et RMBS espagnol se sont élargis de +15 pb chacun, sur une base générique, au cours des deux dernières semaines. Enfin, au Royaume-Uni, le risque senior a affiché de meilleures performances avec les tranches séniors d'Auto ABS restant stables et les tranches séniors de transactions Prime, BTL et NCF RMBS terminant le mois 1 bp, 2 bps et 3 bps plus serrés, respectivement, tandis que comme en zone euro le risque mezzanine a continué de s'élargir, avec les tranches mezzanines Auto ABS, les BTL et NCF RMBS (2nd Pay) traitant toutes 15pb plus larges depuis la mi- juillet.

Dans le contexte actuel, nous conservons une politique de gestion plutôt prudente sur nos fonds spécialisés, tout en reconnaissant la forte valeur offerte par la classe d'actifs ABS sur les niveaux de marché actuels. En effet, dans le contexte actuel, les structurés de crédit européens (ABS & CLOs) bénéficient de leur faible sensibilité aux taux (FRN), et l'augmentation des primes de risque de ces derniers mois offre selon nous toujours un point d'entrée d'intéressant sur ce marché, y compris pour les segments les plus sécurisés et les plus liquides dont le rendement à maturité est clairement positionné en territoire positif désormais. Toutefois, le durcissement à venir des politiques monétaires des principales banques centrales et son impact sur la croissance maintiendront selon nous très certainement une forte volatilité sur les marchés à court-moyen terme et indirectement une pression sur la dynamique de spreads des ABS & CLOs européens. Dans ce contexte, nous continuerons d'être particulièrement sélectifs et opportunistes dans le choix de nos investissements. A fin juillet, le fonds présente d'ailleurs des caractéristiques relativement très attractives par rapport au marché du crédit : un spread moyen brut de + 135 bps contre Euribor, un Yield to Maturity brut de 2.5%, une WAL courte de moins de moins de 2 ans et une sensibilité aux taux d'intérêt proche de 0 pour un rating moyen du fonds de AA.

Sur le mois de juillet 2022, Ostrum Euro ABS IG affiche une performance négative de -0.469% / -0.477% / -0.479% respectivement sur les parts SI//N.



1. Rapport de Gestion

AOÛT 2022

En août, les signaux de récession deviennent de plus en plus clairs un peu partout dans le monde. Les enquêtes S&P Global PMI se contractent rapidement, notamment en zone Euro. Les nouvelles commandes ralentissent et l'accumulation des stocks s'accélère de part et d'autre de l'Atlantique. La hausse des taux Fed fund continue de mettre sous pression le marché de l'immobilier américain, mais n'inquiète pas la Fed car les prix restent pour l'instant élevés. Les perspectives de croissance de la Chine se détériorent également. L'économie chinoise doit faire face à plusieurs vents contraires : stratégie « zéro-Covid », crise immobilière et la sécheresse sévère qui touche actuellement le pays. La seule lumière au tableau est le marché du travail qui reste robuste en Europe et aux Etats-Unis. Les postes d'emplois vacants sont au plus haut historique aux Etats-Unis, en zone Euro, et au Royaume Uni. Est-ce un changement structurel du marché du travail ? L'emploi est un indicateur retardé du cycle. Le risque est un retournement brutal à l'automne. L'inflation a continué d'accélérer en zone Euro à 9,1 % en août, liée à la hausse des prix de l'énergie et alimentaire. La principale source d'inflation en Europe n'est plus la demande interne comme en 2021 mais les matières premières, notamment l'énergie. Aux Etats-Unis, l'inflation s'est stabilisée à 8,5 % en août, liée à la baisse salutaire du prix de l'essence. En Europe, le risque politique a ressurgi en Italie lié au départ de Mario Draghi. La candidate d'extrême droite Giorgia Meloni est en pole position pour lui succéder.

Du côté des banques centrales, les banquiers centraux des deux côtés de l'Atlantique ont multiplié les interventions « hawkish » afin de réitérer leur message : pas de changement d'orientation de la politique monétaire en récession. A Jackson Hole, J. Powell est venu confirmer le message : la Fed restera « data-dépendante ». Elle continuera de resserrer sa politique monétaire tant que l'inflation (et croissance des salaires) ne reflue pas.

En ce qui concerne l'impact sur les marchés financiers, les propos « hawkish » des banquiers centraux à la mi-août, ont arrêté net le rallye sur les marchés d'actifs risqués, amorcé après la publication de l'inflation américaine pour le mois de juillet, sortie plus faible que le chiffre du mois de juin. Les taux réels américains sont donc passés positifs, ce qui a été le catalyseur de la baisse des marchés actions observée sur le mois. Les indices boursiers américains ont ainsi terminé le mois dans le rouge : -4,2 % pour le S&P 500 ; -4,1 % pour le Dow Jones et -4,6 % pour le Nasdaq. Les bourses européennes ont été entraînées dans le sillage de leurs homologues américains. Ainsi l'indice Eurostoxx 600 a baissé de -6,2 % sur le mois.

Sur le marché des emprunts d'Etats, les propos « hawkish » des banquiers centraux ont été le catalyseur du « sell-off » observé sur le mois. Aux Etats-Unis, un autre signal de récession fiable est l'inversion de la courbe des rendements souverains. Le taux d'intérêt à 2 ans a atteint un plus haut depuis 2007 à 3,495 % (+ 62 pdb). Les taux d'intérêt de long terme ont également augmenté à l'image du taux d'intérêt à 10 ans qui a atteint 3,20 % en fin de mois (+ 63 pdb). En Europe, les taux souverains ont suivi la même tendance. Les réinvestissements de coupons de la BCE ont contribué à stabiliser les spreads souverains italiens, bien que la pression à la hausse ait repris fin août alors que les investisseurs se tournent vers les prochaines élections générales qui se tiendront le 25 septembre prochain. Le taux d'intérêt à 10 ans italien a atteint les 4 %, pour la première fois depuis juin et le spread BTP proche de 238 pdb actuellement, oscille ainsi entre 190 et 240 pdb contre Bund depuis fin juin.



1. Rapport de Gestion

Sur le marché du crédit, le court resserrement des spreads en juillet a cédé la place à un accroissement de la pression en août. Les spreads du segment haut rendement en euro ont néanmoins baissé de plus de 100 pb depuis fin juin. Les achats massifs de protection via l'indice iTraxx Cross Over en mai-juin ont cédé la place à un net recul des spreads de qualité spéculative. Les taux de défaut sont encore faibles et les marchés primaires sont restés essentiellement fermés tout l'été.

Concernant le marché des ABS & CLO européens, comme prévu le marché primaire est resté très calme tout au long du mois d'août, avec une seule opération placée, Stratton Hawksmoor 2022-1 plc une transaction UK Non conforming RMBS de 2,1 milliards de livres sterling. Cette transaction était le refinancement attendu de Hawksmoor Mortgages 2019-1 plc – qui figurait parmi les plus importantes transactions RMBS britanniques post crise avec une première date de remboursement attendue en 2022 – ainsi qu'une poignée d'autres transactions britanniques de plus petites tailles, notamment Stratton Mortgage Funding 2019-1 plc et deux anciennes transactions Clavis. Bien qu'elles n'aient pas été annoncées comme pré-placées au lancement de la transaction, toutes les tranches ainsi distribuées ont été répertoriées comme "Subject" lors de l'annonce de la transaction, laissant ainsi les investisseurs ABS européens largement dépourvus de papier depuis fin juin. Cependant, à l'avenir, le pipeline des nouvelles transactions devant être commercialisés publiquement semble se constituer en cette fin de mois d'août avec l'annonce récente du dernier ABS Auto finlandais éligible au label STS de l'émetteur LocalTapiola, Tommi 3 ainsi que d'une transaction Non conforming RMBS britannique de Goldman Sachs adossée à des créances hypothécaires originées par l'émetteur spécialisé britannique Kensington, Parkmore Point RMBS 2022-1 plc. Selon nous, l'accueil réservé par les investisseurs à ces deux transactions et leurs niveaux de pricing finaux apporteront une clarté indispensable à ce qui fut un marché relativement opaque au cours des derniers mois, ce qui à son tour aidera très certainement le marché primaire européen des ABS à retrouver un schéma plus régulier en termes de dynamique d'émission. Cependant, le paysage macroéconomique à venir reste incertain à l'approche de la dernière partie de l'année, dans un contexte d'inflation élevée persistante, de crise croissante du coût de la vie et de politique monétaire « hawkish » des différentes banques centrales. En tant que tel, à l'approche de ce qui, espérons-le, sera une période plus dynamique en termes d'émission en septembre, nous notons que les émissions d'ABS européens distribuées depuis le début de l'année totalisent actuellement 41,6 milliards d'euros à fin août ; soit un volume inférieur de 13 % au volume de 2021 (47,7 milliards d'euros) à pareil époque et de 1 % inférieur à la moyenne YTD 2010-2021 (41,9 milliards d'euros).

Concernant l'activité sur le marché secondaire, le ralentissement traditionnel du marché pendant la période estivale s'est avéré bénéfique pour les valorisations des ABS européens sur le mois d'août, car l'émergence d'un sentiment de marché plus constructif sur la période a aidé les spreads ABS à compensé au moins partiellement l'écartement constaté sur la période de juin-juillet - alors même que le rallye du marché du crédit observé de la mi-juillet à la mi-août s'est inversé au cours des deux dernières semaines d'août. Dans l'ensemble, l'activité de trading tout au long du mois d'août a été caractérisée par un renforcement de l'intérêt des investisseurs et des ventes plutôt limitées, avec un volume moyen hebdomadaire de BWIC de seulement 100 millions d'euros. En outre, l'exécution des listes de papiers en BWIC est restée solide tout au long du mois avec un ratio global d'exécution de 99 % sur la période et des niveaux de prix plus élevés. Ainsi, les spreads ABS entre les secteurs se sont visiblement redressés depuis fin juillet, les obligations sénières de la zone euro et du Royaume-Uni (y compris Auto, Credit Card ABS / Consumer ABS et Prime/BTL/NCF RMBS) se sont resserrées en spreads de 5 à 10 pb sur le mois, et les obligations mezzanines généralement de 15-30 pbs.



1. Rapport de Gestion

Ainsi, si l'on examine la performance des spreads ABS au troisième trimestre, les obligations séniors de certains secteurs - comprenant les transactions Auto ABS de la zone euro et britanniques et les RMBS néerlandais, français et britanniques - sont désormais stables ou plus serrées, tandis que les obligations séniors de transactions Consumer ABS de la zone euro, les RMBS périphériques éligibles à la BCE, et les CMBS de la zone euro restent légèrement plus larges (1 à 5 pb) depuis fin juin. Plus bas dans la structure de capitale, les spreads indicatifs des obligations mezzanines sur les secteurs, y compris de transactions Auto ABS de la zone euro et du Royaume-Uni, et des RMBS espagnols restent sensiblement plus larges (25-30 pb) malgré le rallye du mois d'août.

A l'avenir, bien que notre optimisme soit encouragé par le rallye récent, l'amélioration du sentiment de marché au mois d'août, et des spreads ABS nettement plus larges comparativement au début d'année, nous restons quelque peu prudents quant à savoir si le rallye initié en août persistera sur cette dernière partie de l'année dans un contexte macroéconomique difficile avec un risque d'élargissement supplémentaire (et potentiellement désordonné) des spreads sur le marché du crédit.

Dans ce contexte, nous conservons une politique de gestion prudente sur nos fonds ABS spécialisés, tout en reconnaissant évidemment la forte valeur ajoutée offerte par la classe d'actifs ABS sur les niveaux de marché actuels. En effet, dans le contexte actuel, les structurés de crédit européens (ABS & CLOs) bénéficiant qui plus est de leur faible sensibilité aux taux d'intérêt (FRN), offrent selon nous au regard des niveaux de spreads actuels un point d'entrée d'intéressant pour une détention moyen long terme, y compris pour les segments les plus sécurisés et les plus liquides dont le rendement à maturité est clairement positionné en territoire positif désormais. Toutefois, le durcissement à venir des politiques monétaires des principales banques centrales et leur impact sur la croissance maintiendront selon nous très certainement une forte volatilité sur les marchés sur cette fin d'année et indirectement une pression sur la dynamique de spreads des ABS & CLOs européens. Dans ce contexte, nous continuerons d'être particulièrement sélectifs et opportunistes dans le choix de nos investissements. A fin août, le fonds Ostrum Euro ABS IG présente d'ailleurs des caractéristiques relativement très attractives par rapport au marché du crédit : un spread moyen brut de + 120 bps contre Euribor, un Yield to Maturity brut de 3.3%, une WAL courte de près de 2 ans et une sensibilité aux taux d'intérêt proche de 0 pour un fonds bénéficiant d'un rating moyen implicite de AA (notation de crédit moyenne des titres).

Sur le mois d'août 2022, le fonds affiche une performance positive de +0.183% / +0.175% / +0.164% respectivement sur les parts SI//N.

SEPTEMBRE 2022

En septembre, la croissance mondiale ralentit en raison des pertes de pouvoir d'achat liées à la forte accélération de l'inflation et de la fin de l'effet de rattrapage post Covid dans le secteur des services et notamment du tourisme. Les enquêtes réalisées auprès des chefs d'entreprises se sont de nouveau dégradées en septembre en zone Euro et de manière particulièrement marquée en Allemagne en raison de la crise énergétique. Dans le même temps, les enquêtes signalent une contraction de l'activité dans les services du fait de la fin du rattrapage post-covid et des pertes de pouvoir d'achat qui pèsent sur la consommation.



1. Rapport de Gestion

La confiance des ménages a ainsi atteint un nouveau plus bas historique en septembre. Cela présage d'une entrée en récession de la zone Euro, l'Allemagne étant l'une des économies les plus affectées en raison de sa forte dépendance à l'énergie russe. Cela a amené certains gouvernements à adopter de nouvelles mesures pour protéger en partie les ménages et les entreprises de la forte hausse des prix du gaz naturel et de l'électricité (200 milliards d'euros supplémentaires annoncés en Allemagne). L'Union Européenne a également adopté des mesures visant à réduire la consommation d'énergie et permettre aux gouvernements de récupérer une partie des profits en excès des entreprises énergétiques pour les reverser aux ménages et aux entreprises les plus affectés par la hausse des prix du gaz et de l'électricité. Aux Etats-Unis, la croissance ralentit, l'immobilier étant notamment affecté par la forte hausse des taux hypothécaires et la consommation par les pertes de pouvoir d'achat. En Chine, les perspectives de croissance se détériorent également en raison de la politique de tolérance zéro vis-à-vis du Covid et de la crise immobilière, ce qui a amené le gouvernement et la banque centrale à prendre des mesures ciblées de soutien.

Cela s'est opéré dans un contexte d'accélération de l'inflation ou de son maintien à un niveau élevé. En zone Euro, celle-ci s'établit pour la 1ère fois à deux chiffres : 10% en septembre. Près de la moitié est expliquée par la hausse des prix énergétiques. Les pressions sur les prix se diffusent à l'ensemble des secteurs comme l'atteste l'inflation sous-jacente (qui exclut l'alimentation et l'énergie) qui s'est établie à 4.8%. Aux Etats-Unis, l'inflation s'est légèrement modérée pour rester élevée (8.3% en août contre 9.1% en juin) en raison essentiellement de la moindre contribution des prix énergétiques et des biens. En revanche, l'inflation sous-jacente s'est raffermie (6.3% contre 5.9% en juillet) du fait de la contribution plus forte des services. Cela reflète essentiellement les hausses de salaires qui sont plus importantes aux Etats-Unis qu'en zone Euro.

Du côté des banques centrales, après les discours « hawkish » prononcés à Jackson Hole fin août, les banquiers centraux sont passés à l'action en septembre. La priorité est la lutte contre l'inflation beaucoup trop élevée au risque de générer une récession. La Fed a ainsi relevé ses taux de 75 pb pour la 3ème fois consécutive pour porter le taux des Fed funds dans la fourchette de [3 ; 3.25%]. Elle a signalé d'autres hausses de taux en fonction des données et indiqué poursuivre la réduction de son bilan. Elle a fortement revu en hausse ses anticipations de taux des Fed Funds en fin d'année : 4.4% fin 2022 et 4.6% fin 2023. La BCE a pour la première fois procédé à une hausse de 75 pb de ses taux directeurs en septembre après les avoir relevés de 50 pb en juillet. Le taux de dépôt s'établit désormais à 0.75% et la BCE a indiqué poursuivre ses hausses de taux en fonction des données sur l'inflation.

En ce qui concerne l'impact sur les marchés financiers, le mois de septembre a été marqué par de fortes tensions sur les taux obligataires et une nette baisse des marchés actions. Cela a résulté de la perspective de hausses de taux plus importantes que prévues des banquiers centraux et de leur maintien à un niveau élevé plus longtemps pour lutter contre l'inflation, ce qui accroît le risque de récession. L'annonce du « mini-budget » au Royaume-Uni a par ailleurs créé un véritable choc sur le marché obligataire britannique, se répercutant sur les autres marchés.

Le marché des emprunts d'Etats a essuyé une très forte volatilité. Au Royaume-Uni, le nouveau gouvernement a annoncé, le 23 septembre, un plan de soutien massif pour les ménages pour les protéger de la hausse des prix de l'énergie ainsi que de vastes baisses d'impôts, notamment pour les plus riches, non financées. L'anticipation d'une importante hausse des émissions du gouvernement a généré une forte volatilité sur les taux britanniques se répercutant sur les autres marchés obligataires. Le taux à 10 ans britannique a ainsi atteint mercredi 28 septembre à la mi-journée, 4.5%, le 10 ans US : 4% et le 10 ans allemand : 2.3%.



1. Rapport de Gestion

Cette forte volatilité, notamment sur le 30 ans, a contraint la Banque d'Angleterre à intervenir dans la journée du 28 septembre en raison des risques pesant sur la stabilité financière (les fonds de pension ne pouvant pas faire face à la forte hausse des appels de marge). La BoE achète ainsi des Gilts de manière temporaire (jusqu'au 14 octobre) et la réduction de la taille du bilan, qui devait commencer début octobre, a été reportée au 1er novembre. Si l'intervention de la BoE a permis de calmer les marchés à la fin du mois de septembre, les tensions restent très importantes sur l'ensemble du mois écoulé. En septembre, au Royaume-Uni, le taux à 10 ans a augmenté de 129 pb pour clôturer à 4.1%, le taux 10 ans américain a augmenté de 64 pb pour clôturer à 3.8% et le taux 10 ans allemand de 57 pb pour terminer à 2.1%. Les spreads des pays périphériques sont restés relativement stables et ceci en dépit de la victoire de la coalition de droite en Italie, menée par Giorgia Meloni des Frères d'Italie, aux élections législatives anticipées. La BCE a probablement continué de privilégier l'Italie dans les réinvestissements des tombées au titre du PEPP.

Sur le marché du crédit, le mois de septembre s'est révélé compliqué. Ce dernier subissant la forte volatilité des taux obligataires et les craintes liées à la détérioration des perspectives d'activité. Les spreads sur l'investissement grade européen se sont ainsi écartés de 23 pb pour s'établir à 225 pb et atteindre les plus hauts niveaux depuis avril 2020. Aux Etats-Unis, les spreads sur l'investissement grade se sont écartés de 19 pb pour s'établir à 159 pb et revenir au plus haut depuis juin 2020.

Concernant le marché des ABS européens, après un mois d'août étonnamment soutenu pour la période en termes d'activité ce qui a naturellement pesé sur la dynamique des spreads, la classe d'actif s'est plutôt très bien comportée en ce début de mois de septembre malgré un sentiment de marché négatif eu égard de l'impact de la crise énergétique actuelle. Les niveaux de spreads se sont ainsi stabilisés voire légèrement resserrés pour les secteurs les plus liquides tandis que le volume d'activité montrait progressivement quelques signes de ralentissement sur le marché secondaire alors que dans le même temps quelques nouvelles émissions primaires étaient annoncées, à la fois en euro et en sterling. Cependant les choses ont rapidement évolué en milieu du mois. La volatilité sur les taux faisant suite au ton de plus en plus restrictif des principales banques centrales a entraîné un mouvement d'écartement généralisé des spreads ABS. L'annonce le 23 septembre par le gouvernement anglais d'un plan relance fiscal a porté le coup de grâce avec un volume de vente inédit et un écartement des spreads très violents notamment pour les ABS UK et CLO européens. L'annonce a surpris les marchés sanctionnant ainsi la Livre et entraînant un « sell-off » marqué des obligations Gilts. Pour faire face à des appels de marge, les fonds pensions britanniques ont donc vendu en masse dont plus de 4 milliards d'euro d'ABS et CLO sur la dernière semaine du mois. Environ 40% des papiers vendus étaient des transactions UK et 37% de CLO européens. Fait intéressant, 77% du volume vendu provenait de tranches très bien notées (AAA/AA) signe que la crise obligataire de fin septembre étaient liée à des problèmes de liquidité plus que des problèmes sur les fondamentaux. Le timing n'a pas non plus aidé en cette fin de mois et de trimestre, les marchés ont certainement surréagit entraînant ainsi une dislocation beaucoup plus profonde du marché des ABS & CLOs. Sur ce dernier point, le volume de vente rapporté sur la période a été plutôt bien absorbé par le marché avec une demande soutenue provenant notamment d'investisseurs et Hedge funds américains prêts à profiter de la moindre opportunité.

Ainsi, si l'on examine la performance des spreads ABS sur la période, cette volatilité s'est traduite par un élargissement sur l'ensemble des secteurs et juridictions, bien que le risque UK ait sans surprise sous-performer : les tranches sénières de RMBS Prime UK se sont écartées de 25-30 pb en une semaine, les tranches sénières de Credit Card et Auto ABS se sont élargis de 33 pb et 41 pb, respectivement, et les tranches sénières de RMBS BTL /NCF RMBS de 54 points de base chacun sur la semaine.



1. Rapport de Gestion

En comparaison, les tranches sénières de secteurs les plus liquides de la zone euro (Auto ABS allemand et RMBS néerlandais/français) et les RMBS périphériques éligibles à la BCE étaient généralement plus larges de 12 à 25 pb. Sur le segment mezzanine, les spreads indicatifs sur les tranches AA de RMBS BTL et NCF britanniques et des transactions Auto ABS ont tous terminé la semaine avec un écartement de 70 à 75 points de base, contre 45 à 60 points de base d'écartement pour les papiers mezzanines d'Auto ABS de la zone euro et les RMBS périphériques mezzanines. Ainsi, les niveaux de spreads sur la classe d'actif sont désormais beaucoup plus larges sur cette fin de trimestre que ceux qui prévalaient en fin de deuxième trimestre. Pour l'avenir, nous restons prudents malgré des niveaux optiquement attrayants, car selon nous cette volatilité devrait persister en particulier pour le risque UK qui reste exposé, d'un point de vue technique et fondamental, à un risque de dégradation des fondamentaux dans un environnement de taux en hausse et de crise énergétique.

Sur le mois de septembre 2022, le fonds affiche une performance positive de +0.08% / +0.07% / +0.06% respectivement sur les parts SI//N.

OCTOBRE 2022

Malgré le contexte géopolitique toujours tendu, à l'image de l'escalade de tensions autour du conflit ukrainien, le mois d'octobre a été marqué par de bonnes nouvelles. Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement ont continué de s'atténuer, la crise énergétique européenne prend une tournure inespérée et l'Europe a annoncé de nouveaux plans pour faire face à sa crise énergétique. La crise de l'énergie reste le principal risque pour la croissance européenne, mais le mois d'octobre a au moins fourni des signes encourageants indiquant qu'une récession sévère pourrait encore être évitée. Au T3, l'économie européenne n'est pas rentrée en récession à l'image de la croissance du PIB à 0,2 GT, lié à l'Allemagne qui a surpris avec une croissance du PIB de 0,3 % GT. La perspective d'un plafonnement des prix et un système d'achats communs, associée à une nouvelle relance budgétaire de 40 milliards d'euros, devraient aider à la fois les ménages et les entreprises. Avec des réservoirs de stockage pleins et un automne exceptionnellement chaud pour la saison, les prix du gaz ont continué de baisser (-60 % depuis le pic d'août). Cependant, ces derniers restent supérieurs à leur moyenne de 2021, indiquant que l'approvisionnement énergétique restera la problématique principale en 2023. L'Allemagne a annoncé un massif plan de relance budgétaire de 200 milliards d'euros pour soutenir les ménages et les entreprises. Cependant, l'absence de concertation avec ses partenaires européens fait craindre un risque de fragmentation économique et sociale au sein de la zone Euro. Aux Etats-Unis, malgré la détérioration du marché de l'immobilier liée au resserrement agressif de la politique monétaire américaine, le marché du travail reste robuste à l'image du taux de chômage qui a atteint un nouveau plus bas historique à 3,5 %. L'inflation continue d'accélérer de part et d'autre de l'Atlantique. Aux Etats-Unis, l'inflation est sortie à 8,2 % en octobre et 6,6 % pour l'inflation sous-jacente. En Europe, l'inflation continue d'accélérer à 10,7 % et 5 % pour l'inflation sous-jacente. Au Royaume-Uni, le focus a été les développements politiques. Rishi Sunak, ancien banquier de Goldman Sachs, comme Mario Draghi, a été nommé premier ministre. Comme première action, et pour montrer sa rupture avec L.Truss, R.Sunak a rétabli l'interdiction de la fracturation hydraulique, retiré par son prédécesseur pour pouvoir faire face à la crise énergétique. Le vrai défi pour Sunak est de restaurer la crédibilité de la politique économique britannique aux yeux des investisseurs en éliminant la prime Truss qui pèse encore sur les taux d'intérêt britanniques. Le ministère des Finances, Hunt, a annulé bon nombre des réductions d'impôts du chancelier précédent et s'est engagé à présenter un budget beaucoup plus restreint à la mi-novembre. Enfin, en Chine a eu lieu le 20ème Congrès du Parti, qui a reconduit, sans surprise, pour un troisième mandat, Xi Jinping à la tête du pays. Cependant, l'isolationnisme clairement assumé par le président chinois fait craindre le sacrifice du développement économique au profit de l'idéologie.



1. Rapport de Gestion

La BCE a relevé comme attendu de 75 ppb son taux directeur à 2 % et son taux de dépôt à 1,5 %, mais a assoupli sa guidance, suggérant un ralentissement dans son rythme de hausses de taux. Trois facteurs vont déterminer la trajectoire future des taux de la BCE : les perspectives d'inflation, les risques de récession et la transmission des hausses de taux passées sur l'économie. La Banque centrale européenne a également modifié les conditions du TLTRO 3. A partir du 23 novembre 2022 et jusqu'à la date d'échéance ou de remboursement anticipé de chaque opération de TLTRO 3 en cours, le taux d'intérêt sur toutes les opérations TLTRO restantes sera indexé sur la moyenne des taux d'intérêt directeurs de la BCE sur cette période. L'objectif est d'inciter les banques commerciales à rembourser de manière anticipée ces prêts et permettre une meilleure transmission de la politique monétaire. Cela ne permettra pas de résoudre totalement la pénurie de collatéral sur le marché. Le « quantitative tightening » n'a pas été discuté pendant la réunion, et rien de nouveau sur le TPI. Les données économiques américaines toujours robustes ne plaident pas pour un changement d'orientation de la politique monétaire de la Fed, et militent pour une hausse de 75 ppb en novembre, et probablement une hausse supplémentaire de 50 ppb en décembre. Avec une inflation toujours inférieure à celle des autres places monétaires, la BoJ a maintenu sa politique de ciblage du taux d'intérêt à 10 ans à 0,25 %.

En ce qui concerne les ABS, l'activité primaire des émissions européennes distribuées en cumul annuel a légèrement augmenté pour atteindre 49,8 milliards d'euros. Ainsi, cette année n'est que la troisième de la période post-crise (depuis 2010) au cours de laquelle les émissions européennes à la fin du mois d'octobre n'ont pas dépassé 50 milliards d'euros, après 2020 (45,3 milliards d'euros) et 2013 (43,7 milliards d'euros) et l'offre en cumul annuel est désormais inférieure de 14 % à la moyenne janvier-octobre enregistrée entre 2010 et 2021.

De plus, comme aucune opération européenne n'est actuellement en cours de placement, l'offre européenne distribuée au mois d'octobre ne s'élève qu'à 2,4 milliards d'euros, ce qui représente le total le plus faible pour ce mois depuis 2009 et est nettement inférieur à la moyenne de 8,3 milliards d'euros pour la période 2010-2021.

Nous ne pouvons pas ignorer à quel point la dynamique du marché primaire a été perturbée de manière significative et persistante en 2022. Pour souligner cela, il faut également noter qu'octobre est le quatrième des six derniers mois au cours desquels les émissions européennes distribuées n'ont pas dépassé les 3 milliards d'euros. Nous sommes donc pessimistes quant à la perspective d'une reprise de l'offre au cours des dernières semaines de l'année, et nous pensons que l'offre distribuée pourrait terminer l'année en dessous de 60 milliards d'euros pour la troisième fois seulement depuis 2009.

Du côté du marché secondaire, ce mois-ci a été dominé par l'offre de titres AAA/AA sur les BWIC, avec d'énormes volumes mis aux enchères chaque jour depuis le début du mois d'octobre lié au fort mouvement de vente venant des fonds de pensions anglais. Ces énormes volumes ont poussé les spreads à l'écartement de 50 à 75 points de base pour sur les tranches Séniores et de 100 à 150+ points de base pour les tranches Mezzanines. Lorsque le marché s'est normalisé, les niveaux de spreads ont retracé d'environ 50 % de la hausse enregistrée au milieu du mois.

Parmi les deux classes d'actifs les plus vendues ce mois-ci, à noter que les CLO ont surperformé les RMBS britanniques lors du mouvement de resserrement et nous avons observé une foule de nouveaux clients faisant des offres pour le risque européen, ainsi que des fonds spéculatifs se déplaçant vers le haut de la capital structure, profitant de points d'entrées attractifs.



1. Rapport de Gestion

Sur le mois d'octobre 2022, le fonds affiche une performance positive de -0.47% / -0.48% / -0.49% respectivement sur les parts SI//N.

NOVEMBRE 2022

La croissance mondiale ralentit en raison des pertes de pouvoir d'achat liées à la forte inflation et du resserrement des politiques monétaires. En zone Euro, le décalage entre les données d'activité « en dur », qui se sont globalement bien tenues, et les enquêtes, qui restent dégradées, a persisté sur le mois écoulé. L'enquête PMI de S&P s'est toutefois légèrement améliorée en novembre, ce qui laisse présager d'une récession qui pourrait être d'une moindre ampleur qu'initialement prévu. Cela a également été le cas de l'indice IFO. La nette baisse du prix du gaz naturel depuis le pic du mois d'août et les vastes plans de soutien adoptés par les gouvernements, pour protéger les ménages et les entreprises de la hausse des prix énergétiques, en sont à l'origine. Toutefois, le net recul de la production industrielle française en octobre (-2.6% après -0.9%) a constitué le premier signal de réelle dégradation de l'activité.

Aux Etats-Unis, la croissance est restée résiliente. La consommation des ménages est ressortie meilleure qu'attendue en octobre tout comme les créations d'emplois du mois de novembre. Le taux de chômage reste ainsi proche des plus bas historiques (à 3.7%) et les salaires continuent de progresser rapidement (5.1%). Seul le marché de l'immobilier connaît un ajustement marqué, lié à la brusque remontée des taux hypothécaires et du maintien de prix qui restent malgré tout élevés. Les perspectives d'activité mesurées par l'indice ISM du secteur manufacturier se sont de nouveau dégradées en novembre. L'indice est passé sous le seuil des 50 (à 49).

L'inflation reste élevée de part et d'autre de l'Atlantique. Aux Etats-Unis, elle a continué de se modérer pour s'établir à 7.7% en octobre (contre 8.2% en septembre). En zone Euro, l'inflation s'est établie à 10% en novembre, contre 10.6% en octobre, en raison de la moindre contribution de l'énergie. L'inflation sous-jacente est restée en revanche à un niveau élevé : 5%. On observe toutefois des signes de moindres tensions sur les prix des inputs à la fois aux Etats-Unis et de manière plus récente en zone Euro.

Dans ce contexte, la Fed a procédé comme attendu à une hausse de ses taux de 75 points de base pour la 4ème fois consécutive, pour porter le taux des Fed funds dans la fourchette [3.75% - 4%]. Les membres de la Fed ont laissé présager de la poursuite de la hausse des taux mais à un rythme plus modéré à partir de décembre. La Banque d'Angleterre a également relevé ses taux en novembre de 0.75% pour le porter à 3%. En zone Euro, les membres de la BCE envoient des signaux contrastés sur l'ampleur de la hausse des taux de décembre, certains insistant pour une nouvelle forte hausse (à nouveau 0.75%), pour bien ancrer les anticipations d'inflation, et d'autres souhaitant une hausse plus modérée en raison des risques pesant sur la croissance.

Sur les marchés, le mois de novembre a été marqué par une nette détente des taux obligataires et une forte progression des marchés actions liées à une inflation plus faible que prévu aux Etats-Unis et de l'attente d'un ralentissement du rythme de hausse des taux de la Fed. Les marchés actions ont également profité de l'espoir d'une réouverture de l'économie chinoise.



1. Rapport de Gestion

Sur le marché obligataire, les taux se sont nettement détendus après la publication de l'inflation américaine moins forte que prévue par les marchés. Cela a laissé présager d'une modération du rythme de hausse des taux de la Fed et d'un taux terminal moins élevé qu'initialement anticipé. Le taux à 10 ans américain s'est ainsi détendu de 44 points de base sur le mois, pour clôturer à 3.6%. Le taux à 10 ans allemand s'est détendu dans le sillage du taux américain de 21 pb, pour clôturer à 1.9%, le 30 novembre. Les spreads des pays périphériques se sont resserrés, notamment en Italie : -21 pb, à 194 pb, et ceci en dépit de l'annonce des grandes lignes du budget de 2023 comprenant une enveloppe budgétaire de 35 milliards d'euros.

Le marché du crédit a quant à lui bénéficié du dégonflement des primes de risque lié à la perspective d'un ralentissement des hausses de taux de la Fed et des indicateurs laissant présager d'une récession moins importante que prévu en zone Euro. Les spreads sur l'investissement grade européen se sont ainsi resserrés de 40 pb pour s'établir à 181 pb. Aux Etats-Unis, les spreads sur l'investissement grade se sont resserrés de 25 pb pour s'établir à 133 pb.

En ce qui concerne le marché des ABS européens, l'activité sur le marché primaire est restée à l'arrêt comme le mois précédent, se résumant principalement à quelques placements privés. Seul l'émetteur Nationwide Building Society est venu tester le marché avec une émission publique d'une opération adossée à un portefeuille de prêts résidentiels prime anglais. La tranche Sénior notée AAA et certifiée STS UK a rencontré un franc succès auprès d'une base d'investisseurs principalement locale comme en témoigne le solide carnet d'ordres et le spread final nettement révisé à la baisse à 62 bps contre Sonia. En comptabilisant l'activité du mois de novembre, le volume total d'émission publiques cette année dépasse ainsi à peine les 50 milliards d'euros soit une baisse de près de 30% par rapport au volume de l'année dernière. Pour le mois de décembre l'activité devrait rester atone et nous prévoyons un redémarrage plutôt en janvier si les conditions de marché le permettent.

Du côté du marché secondaire, le volume d'activité a en revanche été très dynamique ce mois-ci avec près de 3 milliards de papiers échangés. Après la publication début novembre d'un CPI US en baisse contre toute attente laissant ainsi présager un ton moins agressif des banques centrales dans la poursuite de la normalisation de leur politique monétaire, le sentiment de marché était plutôt constructif avec un regain d'intérêt des investisseurs pour les classes d'actifs risquées y compris les ABS européens qui avaient jusqu'alors fortement corrigées à la suite du sell-off initié par la crise des fonds de pension anglais en octobre. Les ABS européens tous secteurs confondus y compris les CLOs ont ainsi fortement rebondi sur le mois avec un resserrement significatif des spreads des tranches séniors (15-30 bps) et mezzanines (35-100bps), retraçant ainsi pour les tranches séniors l'essentiel de l'écartement du mois précédent pour revenir sur les niveaux qui prévalaient en septembre.

Parmi les deux classes d'actifs ayant le mieux performé ce mois-ci, on compte les CLO européens et les RMBS, avec une superperformance notamment sur le haut de la capitale structure alors que sur le segment mezzanine les spreads bien qu'ayant connu un resserrement sur le mois, restaient encore à la traîne par rapport au crédit corporate IG notamment du fait d'un engagement encore timide des investisseurs alors que le spectre d'une récession en Europe se précise sur cette fin d'année.

Sur le mois de Novembre 2022, le fonds affiche une performance positive de +0.493% / +0.485% / +0.482% respectivement sur les parts SI//N.



1. Rapport de Gestion

DECEMBRE 2022

Aux Etats-Unis, l'activité est restée solide au 4^{ème} trimestre 2022 grâce à la consommation de services notamment et la vigueur de l'investissement des entreprises qui compensent la correction en cours des dépenses en logement. La croissance devrait ressortir entre 3 et 4% en termes annualisés sur les trois derniers mois de l'année. Le marché du travail demeure tendu de sorte que le taux de chômage reste proche des points bas historiques (3,7%). Les hausses de salaires et l'accès au crédit consommation entretiennent la consommation des ménages. L'inflation reste élevée à 7,1% en novembre mais son ralentissement semble amorcé. Le budget de 1700 Mds \$ voté fin décembre écarte le risque de shutdown fédéral pour l'année fiscale 2023. Il contient notamment 858 Mds \$ de dépenses militaires dont une aide à l'Ukraine chiffrée à 45 Mds \$.

En Europe, le fléchissement de la consommation pénalisée par l'inflation forte implique probablement une contraction du PIB au 4^{ème} trimestre. L'ampleur de cette contraction (attendue autour de -0,2%T) restera modeste en raison des différents plans de soutien avancés par les gouvernements de la zone euro et du reflux des prix de l'énergie. L'inflation demeure élevée (10% en novembre) mais le sommet a probablement été atteint en octobre. L'inflation sous-jacente pointe cependant à 5% et l'inertie des prix des services menace de maintenir la hausse des prix durablement au-dessus de la cible de la BCE.

En Chine, l'activité devrait se redresser avec la détente des conditions de prêts immobiliers et la fin de la politique zéro-Covid. La menace de relocalisation de la production des multinationales hors de Chine et l'impact délétère des restrictions sanitaires ont forcé Xi Jinping à changer de politique à l'issue du XX^{ème} congrès du Parti qui l'a reconduit pour 5 ans.

Dans ce contexte, la Fed a relevé de 50 pb les Fed funds en décembre. Cette décision largement attendue par les marchés est assortie d'un relèvement des projections de taux pour 2023 avec une prévision médiane à 5,25%. Cependant, les marchés monétaires continuent d'intégrer une baisse des taux. En zone euro, la BCE prévoit de nouvelles hausses de 50 pb au 1^{er} trimestre après celle de décembre. Le taux de dépôt atteint 2%. Les remboursements anticipés de TLTRO ont totalisé 743 Mds €. La contraction du bilan va se poursuivre en 2023 par le biais du resserrement quantitatif chiffré à 15 Mds € par mois entre mars et juin. La BCE se garde néanmoins la possibilité de contrer les risques d'instabilité financière en agissant au travers des réinvestissements du PEPP. La BoE a monté ses taux à 3,5% (+50 pb) malgré les divisions au sein du MPC. Enfin, la BoJ a modifié sa politique de ciblage du rendement à 10 ans en laissant les taux monter vers 0,50%. La BoJ reste néanmoins très active pour défendre ce niveau.

Sur les marchés, le mois de décembre s'achève sur une remontée des rendements obligataires et une rechute des actions sur fonds de durcissement des politiques monétaires de la BCE et la Fed. La détente des restrictions sanitaires en Chine a toutefois permis une surperformance de Shanghai.

Sur le marché obligataire, la détente de novembre sur les rendements à long terme s'est inversée sur la seconde moitié de décembre alors que les principales banques centrales martelaient leur discours volontariste face à l'inflation. Le 10 ans américain reprend plus de 20 pb pour clore l'année autour de 3,85%. L'inversion de la courbe reste prononcée mais le spread 2-10 ans s'est réécarter de 16 pb sur le mois écoulé. Sur le Bund, la remontée vers 2,50% (+59 pb en décembre) semble justifiée par la hausse du taux de dépôt. Ce mouvement contribue également à une légère repentification de la structure par terme. Les spreads souverains en zone euro se sont globalement écartés, notamment le BTP italien qui pointe autour des 210 pb contre Allemagne.



1. Rapport de Gestion

Sur le marché du crédit, les spreads ont conservé l'essentiel du mouvement de rétrécissement observé au début de l'automne. Le spread de l'Euro IG se resserre de 13 pb en décembre contre Bund malgré une plus forte volatilité sur les indices de crédit synthétiques. Le high yield s'est aussi légèrement resserré (-9 pb). Aux Etats-Unis, l'investment grade est bien orienté mais le segment du high yield s'élargit d'environ 20 pb.

En ce qui concerne le marché des ABS européens, le mois de décembre n'a pas échappé à la règle avec une baisse notable de l'activité à partir de la deuxième quinzaine de décembre. Après un mois de novembre peu actif en termes de nouvelles émissions, l'activité sur le marché primaire est restée quasiment à l'arrêt sur l'ensemble du mois de décembre. L'année 2022 s'achève donc avec un volume total émis de 53 milliards d'euros sur les ABS européens en baisse de 30% par rapport au volume émis en 2021. Les segments résidentiels (RMBS) et Auto-ABS ont été prédominants avec 32 et 13 milliards émis respectivement. Sur le marché secondaire, de la même manière l'activité fut globalement moins importante que les mois précédents pour cause de fin d'année mais les niveaux d'exécution constatés sur les quelques listes de titres proposées à la vente (format BWIC) ont montré une demande solide de la part des investisseurs qui restent toutefois sélectifs dans leurs critères de sélection. En termes de performance sur le mois, dans un contexte de bonne tenue des fondamentaux des portefeuilles de créances titrisées (en termes de % créances en retard de paiement, % de défauts), et d'un manque d'offre de papiers sur les marchés primaire et secondaire, les ABS européens ont continué leur mouvement d'appréciation sur le mois de décembre avec une poursuite du resserrement des spreads à la fois sur les obligations sénières (5 à 10 bps de resserrement) et mezzanines (15 à 20 bps de resserrement).

Pour l'année 2023, nous conservons une vue constructive pour la classe d'actifs titrisée qui offre désormais un portage attractif aidé à la fois par la remontée des taux Euribors en (2.13% sur le 3 mois à fin 2022 contre -0.57% à fin 2021) et l'écartement des spreads ABS sur le premier semestre 2022 initié par le conflit Russo-Ukrainien. Par ailleurs, les ABS sont et continueront à l'être, un placement idoine en 2023 dans un contexte de remontée des taux grâce à sa très faible sensibilité aux taux d'intérêts (Floating rate notes). Cela étant dit, nous restons globalement prudents et sélectifs pour 2023 en privilégiant la partie Investment grade. Les spreads des ABS européens devraient selon nous finir l'année plus serrés qu'en début d'année mais nous n'excluons pas plusieurs épisodes de volatilité courant d'année rythmée par une poursuite d'une politique monétaire restrictive de la part des banques centrales (BCE en tête) au moins sur le premier semestre 2023 avec d'une part des taux directeurs plus élevés et pour longtemps, une réduction annoncée de la taille de leur bilan (Quantitative tightening) et un contexte macroéconomique et géopolitique toujours aussi incertains.

Ostrum Euro ABS IG termine le mois de décembre 2022 sur une performance en nette progression sur chacune des parts : +0.337% / +0.345% / +0.337% respectivement sur les parts SI/I/N.



1. Rapport de Gestion

JANVIER 2023

L'année 2023 démarre sous de meilleurs auspices que 2022. L'économie européenne résiste grâce à la baisse des prix de l'énergie. Les cours du gaz naturel ont baissé de près de 25 % au mois de janvier, et sont revenus sur leurs plus bas niveaux enregistrés en septembre 2021. La zone Euro ralentit mais évite la récession à l'image de la croissance de PIB du T4 à 0,1 % GT après 0,3 % GT au T3. L'amélioration des perspectives de croissance de la zone Euro se reflète également dans les enquêtes qui se sont améliorées en janvier, notamment du côté consommateur européen qui bénéficie des boucliers tarifaires. L'autre éclaircie importante vient de la Chine. La fin surprise de la politique Zéro-Covid a permis un fort rebond de la consommation et de la mobilité lié aux festivités du Nouvel An Lunaire, mais pas encore de normalisation à cause de la dégradation de son secteur de l'immobilier. L'économie américaine a terminé l'année 2022 sur une note positive à l'image du PIB du T4 sorti à 2,9 % en rythme annualisé comparé à 3,2 % au T3. Cependant, des signes de ralentissement ont émergé, validant l'idée d'un ralentissement dans les hausses de taux de la Fed afin d'éviter une récession. Les perspectives d'inflation se sont améliorées des deux côtés de l'Atlantique, mais l'inflation hors alimentaire et énergie reste élevée, indiquant que la convergence vers la cible de 2 % n'est pas encore d'actualité. Un point intéressant à noter est l'augmentation de la contribution de l'alimentaire dans le taux d'inflation qui risque de prendre le relais de l'énergie. La première Banque centrale à avoir indiqué explicitement une pause dans son cycle de resserrement monétaire agressif est la Banque centrale du Canada. La Banque centrale du Japon (BoJ) persiste et signe en maintenant sa politique monétaire de ciblage de son taux d'intérêt à 10 ans à 0,5 %. Reculer pour mieux sauter ? La BoJ ne souhaite pas que le yen s'apprécie fortement, afin de ne pas pénaliser la compétitivité des exportations nippones.

Coté marchés financiers, l'année 2023 a démarré en force, dans le sillage de l'amélioration des perspectives de croissance mondiale. L'ouverture de la Chine après 3 années d'isolement devrait compenser le ralentissement économique dans les pays développés. Le risque est un retour des craintes inflationnistes liée à la hausse des cours des matières premières à la suite de l'ouverture de la Chine. Sur le marché obligataire, après une année noire en 2022, les emprunts d'Etat souverains ont rebondi rapidement à l'image de leurs performances mensuelles. Ainsi, les Treasuries US ont enregistré une performance de 2,8 % sur le mois, soit la seconde meilleure performance mensuelle depuis mars 2020, lorsque la Fed avait baissé agressivement ses taux Fed Fund afin de soutenir l'économie américaine de la pandémie. Les emprunts d'Etat européens ont enregistré une performance de 2,4 % et de 2,8 % pour les emprunts d'Etat britanniques. Sur le marché du crédit, tous les indices de crédit ont terminé en territoire positif à fin janvier. Le crédit européen (2,1%) a toutefois sous-performé le crédit américain (4%) et britannique (4%). Les meilleures performances ont été enregistrées sur les financières, notamment américaines.

Concernant les titrisations européennes, le mois de Janvier s'est révélé porteur pour la classe d'actif avec de très forts resserrement des spreads ABS tous secteurs confondus aidé par un sentiment de marché globalement positif porté notamment par l'espoir d'une fin proche du cycle de resserrement monétaire des banques centrale face à des chiffres d'inflation en décélération, des perspectives de croissance en zone euro plus solides qu'anticipé qui devraient permettre d'éviter une récession en 2023, des facteurs techniques positifs sur notre classe d'actif qui s'explique par un déséquilibre important de l'offre et de la demande dans un contexte où l'activité sur le marché primaire ABS s'est révélée plutôt décevante avec seulement 3.7 milliards d'euro de papiers nouvellement émis en janvier 2023 comparativement aux 93.5 milliards d'euro émis sur l'ensemble du fixed income.



1. Rapport de Gestion

Sur ces 3,7 milliards d'euros de nouveaux papiers émis, nous avons noté 4 transactions de RMBS au Royaume-Uni, 2 CLO européens et un RMBS Buy-to-Let de la zone euro, DPF 2023-1 émis par RNHB, un prêteur spécialisé néerlandais. En tant que première transaction publiquement commercialisée dans la zone euro depuis la mi-octobre, cette transaction a sans surprise reçu un accueil positif de la part des investisseurs, avec des ratios de couverture finaux importants sur l'ensemble de la capitale structure atteignant 2,4x/2,1x/7,0x/3,7x sur les classes A à D distribuées. La forte demande des investisseurs a permis à l'émetteur d'augmenter la taille de la transaction à 500 millions d'euros par rapport à une taille initiale de 300 millions d'euros, et aux tranches distribuées de pricer bien en deçà des niveaux initiaux (-5 pb/10 pb/25-30 pb/15 pb de resserrement pour les classes A/B/C/D) poursuivant ce qui constitue selon nous une reprise encourageante des conditions de marché en ce début 2023.

Le marché secondaire, quant à lui, est resté solidement en « mode de reprise » sur le mois de janvier, s'appréciant fortement sur la deuxième quinzaine du mois. Dans l'ensemble, nous avons connu des semaines d'activité de trading relativement actives tout au long du mois avec cependant un volume inférieur aux moyennes hebdomadaires de long terme sur tous les sous-segments de notre classe d'actif. D'après ce que nous avons pu constater, les niveaux d'exécution se sont avérés très solides, principalement tirés par les banques/ market makers désireuses de reconstituer leurs inventaires en ce début d'année, sur le segment ABS senior et les titrisations britanniques en particulier. Dans ce contexte de forte demande et de faible offre, il était donc difficile de sourcer du papier. La liquidité côté achat n'était pas vraiment optimale pour profiter des mouvements du marché.

Par conséquent, cette configuration a sans surprise permis de laisser perdurer tout au long du mois ce mouvement ininterrompu de resserrement des spreads des ABS entamé depuis la mi-octobre, qui s'est intensifié au cours de la dernière semaine de janvier. Les mouvements de spreads que nous avons pu observer sur la dernière semaine de janvier a dans de nombreux cas permis d'égaliser ou dépasser le mouvement cumulé observé sur les 3 premières semaines de janvier. En conséquence, le rallye de ce mois de janvier 2023 a déjà permis de retracer environ 20% à 40 % de l'élargissement des spreads subi l'année dernière sur l'ensemble des sous-segments laissant présager une plus grande activité en primaire sur les prochaines semaines/mois du fait d'un coût de financement moindre pour les émetteurs. Sur le mois, les titrisations seniors se sont resserées de 20-30bps en moyenne sur l'ensemble des secteurs et juridictions contre 40-50 bps en moyenne sur les titrisations mezzanines. Le segment mezzanine RMBS UK (Buy-to-Let et Non-conforming) et CLOs ont été les superperformers sur le mois.

En termes de fondamentaux, nous continuons de voir de légers signes de détérioration dans les portefeuilles titrisés ce qui ne semble pas surprenant compte tenu du risque de récession qui s'éloigne, de l'épargne élevée accumulée par les ménages pendant la période covid et des niveaux d'emploi résilients. Cependant, nous maintenons une vue constructive à l'égard de la classe d'actif dans l'hypothèse d'une détérioration plus importante des fondamentaux sur la deuxième partie de l'année comme nous l'anticipons en particulier grâce aux rehaussements de crédit importants dont bénéficient les obligations titrisées de catégorie Investment Grade.



1. Rapport de Gestion

Pour l'année 2023, nous conservons une vue favorable pour la classe d'actifs titrisée européenne qui offre désormais un portage attractif aidé à la fois par la remontée des Euribors (2.5% sur le 3 mois à fin janvier 2023 contre -0.57% début 2022) et l'écartement des spreads ABS que l'on a connu en 2022. Par ailleurs, les ABS sont et continueront d'être un placement de choix en 2023 dans un contexte de poursuite de remontée des taux grâce à sa très faible sensibilité aux taux (coupons à taux variables). Cela dit, nous restons globalement prudents et sélectifs pour 2023 en privilégiant la partie Investment grade. Les spreads des ABS européens se sont rapidement et fortement resserrés sur le mois de janvier et dans ce contexte nous n'excluons pas un dégonflement avec la réouverture du marché primaire qui tarde à redémarrer. Plusieurs épisodes de volatilité sont potentiellement à prévoir dans l'année rythmés selon nous par une poursuite de politiques monétaires restrictives des banques centrales (BCE en tête) sur le premier semestre 2023 avec d'une part des taux directeurs qui devraient rester plus élevés et plus longtemps, un retrait progressif de la BCE dans le cadre de son programme d'achat (APP) ainsi qu'un contexte macroéconomique et géopolitique toujours aussi incertain.

Ostrum Euro ABS IG termine le mois de janvier 2023 sur une performance en très nette progression sur chacune des parts : +0.62% / +0.61% / +0.60% respectivement sur les parts SI/II/N.

FEVRIER 2023

L'ambivalence aura été le maître-mot sur les marchés financiers sur ce mois de février, entre d'un côté des taux souverains résolument orientés à la hausse, et de l'autre des marchés actions qui semblent se montrer imperméables au durcissement attendu des conditions monétaires de la part des banques centrales. En effet, les indicateurs d'activité publiés ces dernières semaines dans les principales zones géographiques mondiales ont attesté tant de la résilience de l'économie que de la vigueur toujours marquée de l'inflation. En Europe, les dernières publications économiques avec un PMI composite qui atteint 52,3 témoignent d'une reprise graduelle de l'activité après le trou d'air de la fin de 2022 et la seconde estimation du PIB du 4T 2022 (+0,1%T) confirme la résilience de l'économie européenne face au choc énergétique. La consommation s'étant toutefois contractée en France comme en Allemagne du fait d'une inflation qui reste en effet encore très élevée. La hausse des prix en zone euro s'est établie à 8.5% en février, en légère baisse par rapport aux 8,6% enregistrés en janvier mais le consensus a surpris à la hausse (8,3% attendu). L'amélioration apparente sur le mois n'est due qu'aux prix de l'énergie en baisse et aux mesures gouvernementales pour alléger la facture énergétique des ménages et des entreprises. La donnée la plus importante à retenir reste l'accélération inattendue de l'inflation sous-jacente en glissement annuelle passant de 5,3% en janvier à 5,6% en février soit largement au-dessus des prévisions du consensus de 5,3%. Cette dynamique sur l'inflation sous-jacente qui demeure supérieure à 5% nécessitera vraisemblablement de nouveaux tours de vis monétaire de la part de la BCE. Aux États-Unis, l'emploi continue de progresser rapidement. Les 517k créations d'emplois et le nombre d'emplois vacants très supérieur aux chômeurs créent des tensions persistantes sur les prix et les salaires. Les enquêtes manufacturières s'améliorent lentement en février (ISM à 47,7 soit +0,3 par rapport à janvier) tout en restant en territoire de contraction depuis novembre mais l'activité dans les services reste suffisamment soutenue pour envisager 2% de croissance annualisée au premier trimestre. La consommation privée est l'élément moteur de ce rebond ainsi que la stabilisation de l'investissement résidentiel après plusieurs trimestres de forte contraction.



1. Rapport de Gestion

Du côté des banques centrales, la publication récente de chiffres d'inflation plus forts qu'attendus a ravivé les craintes sur la persistance de l'inflation, et provoqué une nouvelle impulsion aux rendements obligataires européens et augmenté l'incertitude sur les taux terminaux de la Fed et la BCE. Le taux terminal de la BCE escompté par les marchés atteint désormais les 4%. Le rendement du bund allemand à 2 ans a atteint son niveau le plus haut depuis 2008 suite aux données sur l'inflation. Le bund à 10 ans a atteint près de 2,75%. Depuis le début du mois de février, le marché a intégré une hausse supplémentaire de 50 points de base de la BCE et le taux Euribor à trois mois de décembre 2023 a brièvement atteint 4%. Les rendements américains ont également augmenté alors que des données économiques solides aux Etats-Unis indiquent un risque de resserrement plus fort et plus long. Le taux terminal pour la Fed escompté par le marché est désormais de 5,5%. Cela a provoqué incontestablement un regain de volatilité sur les marchés financiers qui n'est pas sans rappeler 2022. Cependant, les investisseurs semblent tiraillés d'une part par la Fed et d'autre part par la dynamique et l'ampleur de la réouverture de l'économie chinoise qui tend à soutenir les actifs risqués. Les marchés actions restent quant à eux portés par la bonne saison des résultats du 4ème trimestre.

Dans ce contexte encore marqué par la persistance de l'inflation et un ton plus dur des banques centrales, les spreads de crédit ont repris le chemin à l'écartement après un long rallye qui avait débuté fin octobre 2022. Sur le mois, le spread contre swap de l'indice IG Bloomberg Euro Aggregate s'est écarté à partir de la 2ème semaine de près de 10 pb mais termine finalement le mois quasi stable en fixant à près de 85 pb. Dans le même temps, pour des raisons essentiellement techniques, l'indice des émetteurs notés BB se resserre de 10 pb à 243 pb.

Concernant les titrisations européennes, le mois de février s'est révélé une nouvelle fois porteur pour la classe d'actif avec une poursuite du resserrement des spreads ABS tous secteurs confondus porté par un sentiment de marché globalement positif à l'égard de la classe d'actif malgré la volatilité observée sur les taux induite par les dernières données d'inflation. En quelques mots, l'offre de papiers et les flux observés sur le marché secondaire se sont quelque peu réduits sur le mois tirés essentiellement par des mouvements de rotation initiés par les investisseurs occupés par un marché primaire qui a connu un regain d'activité particulièrement sur la deuxième quinzaine du mois avec l'émission de plusieurs transactions Auto ABS, Consumer ABS, Credit Card ABS et RMBS pour un volume total de 5.4 milliards d'euro (source JP Mogan). Globalement, les papiers offerts en secondaire sous format BWIC ont cependant été bien absorbés, trouvant preneurs sur des niveaux de spreads qui se sont une nouvelle fois rapprochés de leurs niveaux les plus serrés de 2022/2021. Ainsi dans l'ensemble, les facteurs techniques sur le marché des ABS semblent solides et rien ne semble à l'heure actuelle perturber cette tendance. En termes de dynamique de spreads, on note cependant une certaine dispersion sur le mois entre les différentes typologies, avec d'une part un resserrement des spreads sur les secteurs ABS Autos, RMBS core et CMBS sur la partie sénior (entre -2 et -5 pb) et mezzanine (entre -10 et -20 pb) et d'autre part un élargissement sur le segment des CLOs sur la partie investment grade de AAA à BBB (entre +10 et +15 pb).



1. Rapport de Gestion

Pour revenir sur le marché primaire ABS, comme évoqué, plusieurs émetteurs sont venus tester le marché ce mois-ci pour profiter de conditions de financement satisfaisantes. Ces opportunités nous ont permis de diversifier l'ensemble de nos stratégies ABS sous gestion et de tirer profit de niveaux de portage jugés attractifs. On peut citer notamment, Fortuna 2023, une transaction de la plateforme Auxmoney adossée à un portefeuille de prêts à la consommation en Allemagne bénéficiant d'un label social, Koromo 1, une transaction de Toyota adossée à un portefeuille de prêts Auto qui aurait pu bénéficier du label Green pour financer une flotte de véhicules 100% hybrides et électriques en Italie, Purple Master Credit Cards FCT 2023, une transaction de BPCE Financement adossée à un portefeuille de cartes de crédit françaises, ou encore VCL 38 une transaction de Volkswagen adossée à un portefeuille de prêts Auto en Allemagne et enfin Ginkgo 2022 une transaction de Credit Agricole Consumer Finance adossée à un portefeuille de prêts Auto en France. Cette dernière avait initialement été annoncée à l'automne 2022 mais son placement avait finalement été repoussé étant donné le contexte de marché volatil initié par le feuilleton des fonds de pensions britanniques. Toutes ces opérations ont sans exception connu un accueil très favorable et ont pu être placées avec des ratios de couverture très importants notamment sur les tranches mezzanines (jusqu'à 10x pour certaines opérations) sur des niveaux de spreads bien inférieurs aux guidances initiales.

Ostrum Euro ABS IG termine le mois de février 2023 sur une performance en très nette progression sur chacune des parts : +0.45% / +0.44% / +0.43% respectivement sur les parts SI/II/N.

MARS 2023

En mars, les données économiques sont dans la lignée des mois précédents. Les indicateurs avancés continuent de se redresser lentement. L'ifo qui avait atteint des niveaux catastrophiques à l'automne est revenu sur un niveau compatible avec une croissance proche du trend. L'enquête INSEE s'est stabilisée là aussi sur un niveau compatible avec une croissance proche du potentiel. Enfin les PMI préliminaires pour le mois de mars montrent toujours une faiblesse relative de l'industrie (49,0 après 48,5) alors que les services sont beaucoup plus dynamiques (55,6 après 52,7).

Si la croissance du T4 2022 a été confirmée en très légère baisse (avec un arrondi à 0,0% en glissement trimestriel), les données sont donc compatibles avec une réaccélération de l'activité et une croissance au T1 certes positive mais très médiocre. Nous attendons 0,2%. Les chiffres montrent aussi une amélioration au cours du trimestre ce qui laisse présager une croissance un peu plus soutenue au T2.

Du côté de l'inflation, les effets de base sur la composante énergie permettent à l'inflation de baisser rapidement. L'indice est ainsi passé de 8,5% en février à 6,9% en mars. Mais cette baisse est en trompe l'œil. Les autres composantes restent très dynamiques, l'inflation sous-jacente progresse une fois de plus à 5,7%. Les tensions sous-jacentes restent fortes et les salaires ont progressé de 5,7%, record absolu, au T4 l'année dernière. L'inflation devrait rester largement au-dessus de l'objectif de la BCE à horizon fin d'année.

Du côté des marchés, l'aversion pour le risque était marquée avec la faillite de SVB, Signature puis Crédit Suisse. Nous sommes toutefois loin d'une crise bancaire systémique et la réaction des autorités a été particulièrement rapide et efficace. S'il faut rester très prudent sur le sujet, il faut aussi souligner que l'indice bancaire de l'Euro Stoxx était en hausse de plus de 6% depuis le début de l'année. Les conséquences peuvent toutefois être importantes en termes de capacité et volonté des banques à octroyer de crédits à l'économie. Cela constitue un aléa à la baisse pour la conjoncture sur la deuxième moitié de l'année.



1. Rapport de Gestion

Dans le détail, sur le marché de la dette souveraine, les taux à long terme ont beaucoup baissé sur la première moitié de mars à la suite des inquiétudes sur les banques. Le Bund, qui était à 2,74% le 2 mars s'est replié à 2,10% le 17 mars pour finir le mois à 2,29% lorsque les inquiétudes se sont estompées. La volatilité taux a aussi battu des records, avec par exemple un écart intra-journalier de 40 pdb sur le Bund le 15 mars. En revanche les spreads périphériques ont été très peu affectés par ce mouvement : un petit écartement sur le choc de volatilité, mais corrigé par la suite. L'Italie se resserre de 2 pdb sur le mois, le Portugal de 3, à l'inverse les « semi core » se sont un peu écartés, 3 pdb pour la France.

Sur le marché du crédit, les primes de risque ont souffert durant la période de volatilité forte sur les taux d'intérêt. Sur le mois, l'indice IG Bloomberg Euro Aggregate Corporate, s'est écarté de 13 pdb contre swap finissant le mois à 97 pdb après un plus haut à 118 pdb le 20 mars. De la même manière l'indice HY Bloomberg Euro Aggregate Corporate s'est écarté de 55 pdb contre swap finissant le mois à 427 pdb après un plus haut à 485 pdb le 20 mars. Les financières ont sous-performé notamment les dettes subordonnées d'assurance et les immobilières. Le fait que les AT1 de Crédit Suisse n'aient pas été remboursées a contribué à augmenter le stress sur les bancaires et en particulier sur ces instruments qui ont été pénalisés par le marché même si la BCE a très vite fourni un communiqué rappelant la hiérarchie des instruments de passif.

En ce qui concerne le marché des ABS européens, la classe d'actif a démontré une certaine résilience sur le mois marquée dans l'ensemble par un léger écartement des spreads sur l'ensemble de la structure de capitale aidée par des facteurs techniques très forts dans un contexte d'offre globalement très limitée à la fois sur les marchés primaire et secondaire et d'une demande toujours soutenue des investisseurs pour des produits à taux variables (floaters) dans un contexte de remontée progressive des taux d'intérêt. L'indice Bloomberg Pan-European FRN ABS s'est écarté de 5 pdb seulement sur le mois contre swap finissant le mois à 80 pdb après un plus haut à 84 pdb.

Elément positif, en dépit d'une volatilité très forte initiée par les événements récents, le marché n'a fait l'objet d'aucune vente forcée même au plus fort de l'incertitude entre le 13 et le 17 mars. Sur les dernières semaines du mois, les spreads des ABS ont même presque retracé l'ensemble de l'écartement de la première partie du mois pour se rapprocher des niveaux les plus serrés de mi-février avec néanmoins un léger retard accumulé dans ce mouvement par le segment des CLO qui traitent encore large (180-215 pdb) par rapport aux niveaux serrés de février (145- 185 pdb). Globalement, la sous-performance de la classe d'actif ABS/CLO par rapport au marché du crédit notamment sur la base des mouvements récents de décompression observés sur les indices crédit IG et HY ont potentiellement créé un point d'entrée intéressant à exploiter sur notre classe d'actif.

En termes de niveau de marché sur les ABS séniors, les German Auto ABS AAA se négocient actuellement à 40 pdb contre euribor, les Italian Auto ABS AAA à 60-70 pdb, les Dutch Prime RMBS AAA à 30 pdb, les Dutch Buy-to-Let RMBS AAA à 110 pdb et les UK Non-conforming RMBS à 130-140 pdb. Sur les ABS mezzanines, les obligations « 2nd pay » notées AA de transactions Auto ABS labélisées STS de maturité inférieure à 1 an se négocient actuellement entre 120 et 185 pdb sur la base des derniers trades observées qui se font rares sur le segment mezzanine.

En termes d'offre disponible, le mois de mars est resté très calme en termes de volume d'émission et vient clôturer un premier trimestre en retrait en termes de volume émis (13.3 Mds €) par rapport au premier trimestre 2022 (21.9 Mds €) et 2021 (22.3 Mds €). Cependant, on peut citer l'émission en tout début de mois avant le stress sur le secteur bancaire US, d'une titrisation de prêts autos allemandes de RCI banque et d'une titrisation de prêts immobiliers résidentiels hollandais de Obvion et labélisée green.



1. Rapport de Gestion

Ces opportunités qui offraient du risque AAA ont connu un accueil très favorable des investisseurs comme en témoigne les ratios de couverture et nous ont permis de poursuivre notre politique d'investissement sur l'ensemble de nos stratégies ABS sous gestion et de tirer profit de niveaux de portage jugés attractifs.

Ostrum Euro ABS IG termine le mois de mars 2023 sur une performance en légère progression sur chacune des parts : +0.09% / +0.08% / +0.07% respectivement sur les parts SI//N.

3) Politique de Gestion du 31/03/2022 au 31/03/2023

Au cours de la période et conformément à son objectif de gestion, Ostrum Euro ABS IG a poursuivi sa politique d'investissement favorisant une exposition aux titres ABS séniors européens bénéficiant d'une qualité de crédit élevée reflétée et présentant des anticipations de cash-flows futures relativement courtes pour profiter de l'inversion de la courbe des taux avec une partie courte actuellement très attractive du fait d'une BCE très restrictive dans la conduite de sa politique monétaire. Les ABS séniors européens offrent outre mesure une rémunération particulièrement attractive au regard des taux monétaires et des niveaux de rémunération offerts sur les classes d'actifs obligataires traditionnelles au profil similaire en termes de notation et de durée.

Cependant ; sur la période, malgré l'attrait de la classe d'actif ABS, le fonds a connu une baisse substantielle de ses encours (-66 millions d'euros) passant d'un actif net total de 186 à 122 millions d'euros qui s'explique notamment par une réallocation des clients jusqu'ici investis vers des produits de type fonds monétaires ou contrats à termes exempts de problématique de volatilité dans le contexte de marché actuel et en raison de rendements désormais attractifs sur ce type de placements défensifs.

Malgré cette décollecte, le fonds maintenu une gestion active tout au long de l'exercice pour profiter des creux de marché et générer de la performance tout en conservant cependant un profil de risque en ligne avec celui des exercices précédents, à savoir une qualité de notation moyenne des actifs en portefeuille très élevée (AAA – AA), une sensibilité au taux d'intérêts très faible (inférieure à 0.25) et une maturité résiduelle moyenne relativement courte inférieure à 2 ans pour limiter la volatilité sur le fonds.

En termes de performance fondamentale, les titrisations en portefeuille ont jusqu'ici relativement bien performé même si l'on observe un début de dégradation comme l'atteste la dynamique des impayés dans les portefeuilles de créances titrisées qui sont en hausse depuis fin décembre. La raison étant un contexte macro-économique beaucoup plus difficile avec une inflation toujours très élevée en Europe qui accentue la pression sur les finances des ménages. Cela étant, cette hausse des impayés restent pour l'heure très contenue en termes absolus et devrait selon toute vraisemblance être largement compensée dans les titrisations détenues en portefeuille au regard notamment de leur qualité et des éléments structurels (lignes de liquidité, Excess spread, fonds de réserve...) et des niveaux importants de rehaussement de crédit qu'offrent les titrisations séniors.



1. Rapport de Gestion

Sur l'exercice écoulé, la performance de chacune des parts du fonds Ostrum Euro ABS IG reste positive mais en léger retrait par rapport à son benchmark. Sur la période elle s'établit à :

- FR0010186726 : Perf nette 0,47 % Perf bench 0,707 %.
- FR0012100311 : Perf nette 0,37 % Perf bench 0,707 %.
- FR0013280716 : Perf nette 0,29 % Perf bench 0,707 %.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



1. Rapport de Gestion

b) Informations sur l'OPC

■ Principaux mouvements dans le portefeuille au cours de l'exercice

Titres	Mouvements ("Devise de comptabilité")	
	Acquisitions	Cessions
OSTRUM EURO ABS OPPORTUNITIES S IC	0,00	8 677 359,77
AUNORIA SPAIN 2021 FT E1R+0.65% 31-01-39	0,00	5 647 876,97
OSTRUM SRI MONEY PLUS IC	3 695 913,74	1 636 556,56
SILVER ARROW ATHLON NL 20211 BV E1R+0.7% 26-04-31	0,00	5 000 009,24
FCT CASA HABITAT E3R+0.75% 27-07-57	0,00	4 583 750,86
PBD GERMANY AUTO LEASE MASTER SA 20211 E1R+0.7% 26-11-30	0,00	4 304 162,61
MAGOI 2019 BV E1R+0.6% 27-07-39	0,00	4 149 615,35
BRIGNOLE CO 2021 SRL E1R+0.75% 24-07-36	0,00	4 115 007,24
BL CONSUMER ISSUANCE PLATFORM E1R+0.75% 25-09-38	0,00	3 615 600,14
KOROMO ITALY SRL E1R+0.8% 26-02-35	3 400 680,00	0,00

■ Changements substantiels intervenus au cours de l'exercice et à venir

Cet OPC n'a pas fait l'objet de changements substantiels.

■ OPC Indiciel

Cet OPC ne rentre pas dans la classification des OPC indiciels.

■ Fonds de fonds alternatifs

Cet OPC ne rentre pas dans la classification des fonds de fonds alternatifs.

■ Réglementation SFTR en EUR

Au cours de l'exercice, l'OPC n'a pas fait l'objet d'opérations relevant de la réglementation SFTR.

■ Accès à la documentation

La documentation légale du fonds (DICI, prospectus, rapports périodiques...) est disponible auprès de la société de gestion, à son siège ou à l'adresse e-mail suivante : ClientServicingAM@natixis.com



1. Rapport de Gestion

■ Techniques de gestion efficace de portefeuille et instruments financiers dérivés (ESMA) en EUR

a) Exposition obtenue au travers des techniques de gestion efficace du portefeuille et des instruments financiers dérivés

• Exposition obtenue au travers des techniques de gestion efficace : 0,00

- o Prêts de titres : 0,00
- o Emprunt de titres : 0,00
- o Prises en pensions : 0,00
- o Mises en pensions : 0,00

• Exposition sous-jacentes atteintes au travers des instruments financiers dérivés : 0,00

- o Change à terme : 0,00
- o Future : 0,00
- o Options : 0,00
- o Swap : 0,00

b) Identité de la/des contrepartie(s) aux techniques de gestion efficace du portefeuille et instruments financiers dérivés

Techniques de gestion efficace	Instruments financiers dérivés(*)

(*) Sauf les dérivés listés.



1. Rapport de Gestion

c) Garanties financières reçues par l'OPCVM afin de réduire le risque de contrepartie

Types d'instruments	Montant en devise du portefeuille
Techniques de gestion efficace	
. Dépôts à terme	0,00
. Actions	0,00
. Obligations	0,00
. OPCVM	0,00
. Espèces (*)	0,00
Total	0,00
Instruments financiers dérivés	
. Dépôts à terme	0,00
. Actions	0,00
. Obligations	0,00
. OPCVM	0,00
. Espèces	0,00
Total	0,00

(*) Le compte Espèces intègre également les liquidités résultant des opérations de mise en pension.

d) Revenus et frais opérationnels liés aux techniques de gestion efficace

Revenus et frais opérationnels	Montant en devise du portefeuille
. Revenus	0,00
. Autres revenus	0,00
Total des revenus	0,00
. Frais opérationnels directs	0,00
. Frais opérationnels indirects	0,00
. Autres frais	0,00
Total des frais	0,00



1. Rapport de Gestion

c) Informations sur les risques

■ Méthode de calcul du risque global

La méthode de calcul retenue par la Société de Gestion pour mesurer le risque global de ce fonds est celle de l'engagement.

■ Exposition à la titrisation

Les investissements en titrisations font l'objet d'une analyse formalisée multi-critères préalable à l'investissement comprenant notamment :

- l'analyse du collatéral (politique d'origine de l'originateur, caractéristiques et qualité des prêts sous-jacent),
- l'analyse de la structure.

Une surveillance régulière des titrisations est effectuée et des stress test sont réalisés sur les portefeuilles significativement exposés aux titrisations. La société de gestion dispose pour cela des outils d'accès à l'information et de simulation que sont les rapports des agences de notation, Bloomberg et Intex.

■ Gestion des risques

Néant.

■ Gestion des liquidités

Néant.

■ Traitement des actifs non liquides

Actifs faisant l'objet d'un traitement spécial du fait de leur nature non liquide : 3,58%.



1. Rapport de Gestion

d) Critères environnementaux, sociaux et gouvernementaux (ESG)

Article 6 (SFDR) :

L'OPC n'a promu aucun investissement durable : ni objectif d'investissement durable, ni caractéristiques environnementales ou sociales ou de gouvernance."

Information sur le règlement Taxonomie (UE) 2020/852 : Article 6

Les investissements sous-jacents à ce produit financier ne prennent pas en compte les critères de l'Union européenne en matière d'activités économiques durables sur le plan environnemental.



1. Rapport de Gestion

e) Loi Energie Climat

Cet OPC n'est pas concerné par la réglementation sur la Loi Energie Climat.



2. Engagements de gouvernance et compliance

■ Procédure de sélection et d'évaluation des intermédiaires et contreparties - Exécution des ordres

Dans le cadre du respect par la Société de gestion de son obligation de « best execution », la sélection et le suivi des intermédiaires taux, des brokers actions et des contreparties sont encadrés par un processus spécifique.

La politique de sélection des intermédiaires/contreparties et d'exécution des ordres de la société de gestion est disponible sur son site internet : <https://www.im.natixis.com/fr/resources/politique-selection-des-intermediaires>.

■ Politique de vote

Le détail des conditions dans lesquelles la Société de gestion entend exercer les droits de vote attachés aux titres détenus en portefeuille par les fonds qu'elle gère, ainsi que le dernier compte-rendu annuel sont consultables au siège de la Société ou sur son site internet : <https://www.im.natixis.com/fr/resources/natixis-investment-managers-international-rapport-sur-l'exercice-des-droits-de-vote>.

■ Politique de rémunération de la société de gestion délégante

La présente politique de rémunération de NIMI est composée de principes généraux applicables à l'ensemble des collaborateurs (cf. point I), de principes spécifiques applicables à la population identifiée par AIFM et UCITS V (cf. point II) et d'un dispositif de gouvernance applicable à l'ensemble des collaborateurs (cf. point III).

Elle s'inscrit dans le cadre de la politique de rémunération définie par NATIXIS et elle est établie en conformité avec les dispositions relatives à la rémunération figurant dans les textes réglementaires suivants, ainsi que les orientations de l'European Securities and Markets Authority (ESMA) et les positions de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui en découlent :

- Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, transposée dans le Code Monétaire et Financier par l'Ordonnance n°2013-676 du 27 juillet 2013 (« Directive AIFM »).
- Directive 2014/91/UE du Parlement Européen et du Conseil du 23 juillet 2014 sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), transposée dans le Code Monétaire et Financier par l'Ordonnance n°2016-312 du 17 mars 2016 (« Directive UCITS V »).
- Directive 2014/65/UE du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, transposée dans le Code Monétaire et Financier par l'Ordonnance n°2016-827 du 23 juin 2016, complétée par le Règlement Délégué 2017/565/UE du 25 avril 2016 (« Directive MIFII »).
- Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

I- PRINCIPES GENERAUX DE LA POLITIQUE DE REMUNERATION

La politique de rémunération est un élément stratégique de la politique de NIMI. Outil de mobilisation et d'engagement des collaborateurs, elle veille, dans le cadre d'un strict respect des grands équilibres financiers et de la réglementation, à être compétitive et attractive au regard des pratiques de marché.



2. Engagements de gouvernance et compliance

La politique de rémunération de NIMI, qui s'applique à l'ensemble des collaborateurs, intègre dans ses principes fondamentaux l'alignement des intérêts des collaborateurs avec ceux des investisseurs :

- Elle est cohérente et favorise une gestion saine et efficace du risque et n'encourage pas une prise de risque qui serait incompatible avec les profils de risque, le règlement ou les documents constitutifs des produits gérés.
- Elle est conforme à la stratégie économique, aux objectifs, aux valeurs et aux intérêts de la société de gestion et des produits qu'elle gère et à ceux des investisseurs, et comprend des mesures visant à éviter les conflits d'intérêts.

La politique de rémunération englobe l'ensemble des composantes de la rémunération, qui comprennent la rémunération fixe et, le cas échéant, la rémunération variable.

La rémunération fixe rétribue les compétences, l'expérience professionnelle et le niveau de responsabilité. Elle tient compte des conditions de marché.

La rémunération variable est fonction de l'évaluation de la performance collective, mesurée à la fois au niveau de la société de gestion et des produits gérés, et de la performance individuelle. Elle tient compte d'éléments quantitatifs et qualitatifs, qui peuvent être établis sur base annuelle ou pluriannuelle.

I-1. Définition de la performance

L'évaluation objective et transparente de la performance annuelle et pluriannuelle sur la base d'objectifs prédéfinis est le prérequis de l'application de la politique de rémunération de NIMI. Elle assure un traitement équitable et sélectif des collaborateurs. Cette évaluation est partagée entre le collaborateur et son manager lors d'un entretien individuel d'évaluation.

La contribution et le niveau de performance de chacun des collaborateurs sont évalués au regard de ses fonctions, de ses missions et de son niveau de responsabilité dans la société de gestion. Dans ce cadre, la politique de rémunération distingue plusieurs catégories de personnel :

- Le Comité de direction est évalué sur sa contribution à la définition et la mise en œuvre de la stratégie de la société de gestion, cette stratégie s'inscrivant dans celle de la plateforme internationale de distribution et dans celle de Solutions. Le Comité de direction est également évalué sur sa capacité à développer les performances des offres de produits et de services, sur la performance de l'activité de distribution, et plus globalement sur le développement du modèle multi-boutiques du groupe, ainsi que sur la performance financière ajustée des risques sur son périmètre de supervision. Pour cette catégorie, la performance s'apprécie annuellement au travers d'indicateurs quantitatifs liés à l'évolution des résultats économiques de NIMI et des activités supervisées ainsi que d'une contribution à la performance globale de NATIXIS IM. La performance s'apprécie également à travers l'atteinte d'objectifs qualitatifs tels que la qualité du management et/ou la responsabilité/contribution à des chantiers transversaux.
- Les fonctions de support sont évaluées sur leur capacité à accompagner proactivement les enjeux stratégiques de la société de gestion. La performance individuelle est appréciée annuellement par l'atteinte d'objectifs qualitatifs tels que la qualité de l'activité récurrente et/ou du degré de participation à des chantiers transversaux ou à des projets stratégiques/réglementaires. Ces objectifs sont définis annuellement en cohérence avec ceux de NIMI et ceux de la plateforme internationale de distribution et, le cas échéant, de Solutions.



2. Engagements de gouvernance et compliance

- L'évaluation de la performance des fonctions de contrôle repose sur l'appréciation de critères qualitatifs uniquement tels que la participation à des chantiers transversaux ou à des projets stratégiques/réglementaires, définis annuellement, afin de ne pas compromettre leur indépendance, ni créer de conflit d'intérêt avec les activités qu'elles contrôlent.

- La performance des fonctions de gestion est évaluée selon un critère quantitatif lié à la génération de valeur par l'allocation, complété de critères qualitatifs.

Le critère quantitatif reflète les enjeux de développement des performances de gestion recherchés par les investisseurs sans toutefois autoriser une prise de risque excessive pouvant avoir une incidence sur le profil de risque de NIMI et/ou des produits gérés.

Ce critère quantitatif est calculé sur une période prédéfinie en ligne avec l'horizon de performance ajustée des risques des fonds gérés et de la société de gestion.

Des critères spécifiques intégrant les risques en matière de durabilité, i.e. les enjeux sociaux, environnementaux et de gouvernance, doivent enfin être définis pour l'ensemble des collaborateurs des équipes de gestion.

- L'évaluation de performance des fonctions de gestion de dette privée sur actifs réels repose sur deux critères (un quantitatif, un qualitatif) dont la bonne réalisation concourt à la fois à l'intérêt de la société de gestion et des clients investisseurs dans les fonds et stratégies gérés par l'équipe.

Le critère quantitatif consiste à mesurer le montant de fonds levés auprès des investisseurs et reflète la participation de chaque gérant au développement des encours sous gestion, générateurs de revenus pour l'activité. Le critère qualitatif vise à s'assurer que les investissements réalisés pour le compte des clients l'ont été selon l'application stricte des critères d'investissement définis avec ces derniers. Il a aussi pour objectif de s'assurer, lors de l'investissement et pendant toute la durée de détention de ces transactions, que le gérant a identifié les facteurs de risques de façon exhaustive, et anticipée. En cas de survenance d'un des facteurs de risque, il sera tenu compte de la pertinence des mesures de remédiation qui seront exécutées avec diligence et dans le seul intérêt de l'investisseur. De manière plus spécifique, ce facteur ne consiste pas à pénaliser le gérant en raison de l'occurrence d'un événement de crédit (le risque de crédit est en effet consubstantiel à cette activité). Il vise à assurer les clients qu'une analyse exhaustive des risques et de ses facteurs d'atténuation a été réalisée ab initio, puis grâce à un processus de contrôle, pendant toute la durée de détention des investissements. Il permet de mettre en œuvre une réaction réfléchie et efficace, dans le cas d'un événement de crédit, afin d'en neutraliser ou limiter l'impact pour l'investisseur.

- L'évaluation de la performance des fonctions de distribution repose sur l'appréciation de critères quantitatifs et qualitatifs. Les critères quantitatifs s'appuient sur la collecte brute, la collecte nette, le chiffre d'affaires, la rentabilité des encours et leurs évolutions. Les critères qualitatifs incluent notamment la diversification et le développement du fonds de commerce (nouveaux clients ; nouveaux affiliés ; nouvelles expertises ; ...) et la prise en compte conjointe des intérêts de NIMI et de ceux des clients.

L'évaluation de la performance intègre, pour toutes les catégories de personnel, des critères qualitatifs.

Ces critères qualitatifs intègrent toujours le respect de la réglementation et des procédures internes en matière de gestion des risques et de respect de la conformité de NIMI.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Ils peuvent par ailleurs porter sur la qualité de la relation avec les clients incluant le niveau d'expertise et de conseil apportés, la contribution à la fiabilisation d'un processus, la participation à un projet transversal, la contribution au développement de nouvelles expertises, la participation au développement de l'efficacité opérationnelle ou tous autres sujets définis en déclinaison des objectifs stratégiques de NIMI.

Pour chaque catégorie de personnel, l'ensemble des objectifs quantitatifs et qualitatifs sont définis et communiqués individuellement en début d'année, en déclinaison des objectifs stratégiques de NIMI.

I-2. Composantes de la rémunération

I-2.1. Rémunération fixe

NIMI veille à maintenir un niveau de rémunération fixe suffisant pour rémunérer l'activité professionnelle des collaborateurs.

La rémunération fixe rémunère les compétences, l'expérience professionnelle et le niveau de responsabilité attendus dans une fonction.

Le positionnement des rémunérations fixes est étudié périodiquement pour s'assurer de sa cohérence vis-à-vis des pratiques de marché géographiques et professionnelles.

La revalorisation des salaires fixes est analysée une fois par an dans le cadre de la revue annuelle des rémunérations. En dehors de cette période, seuls les cas de promotion, de mobilité professionnelle ou de situation individuelle exceptionnelle peuvent donner lieu à une revalorisation.

I-2.2. Rémunération variable

Les enveloppes de rémunérations variables sont définies en fonction des résultats annuels de NIMI, de la plateforme internationale de distribution, de Solutions mais également en fonction d'éléments qualitatifs, comme les pratiques des entreprises concurrentes, les conditions générales de marché dans lesquelles les résultats ont été obtenus et les facteurs qui ont pu influencer de manière temporaire sur la performance du métier.

Les rémunérations variables, qui peuvent être attribuées le cas échéant, rémunèrent une performance annuelle individuelle s'inscrivant dans le cadre d'une performance collective.

Les rémunérations variables collectives de NIMI sont constituées d'un dispositif d'intéressement et de participation, associé à un plan d'épargne d'entreprise (PEE) et à un plan d'épargne retraite collectif (PERCOL). Les collaborateurs peuvent bénéficier, dans le cadre de ces plans, d'un dispositif d'abondement.

Ces rémunérations variables collectives n'ont aucun effet incitatif sur la gestion des risques de NIMI et/ou des produits gérés et n'entrent pas dans le champ d'application des directives AIFM ou UCITS V.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Dans le respect des enveloppes globales de rémunérations variables, les rémunérations variables individuelles sont attribuées, dans le cadre de la revue annuelle des rémunérations, de manière discrétionnaire objectivée au regard de l'évaluation d'une performance individuelle et de la manière dont cette performance est atteinte. La rémunération variable attribuée aux collaborateurs est impactée en cas de gestion inappropriée des risques et de la conformité, ou de non-respect de la réglementation et des procédures internes sur l'année considérée (cf. I-1. ci-dessus).

La population identifiée est soumise à des obligations spécifiques en matière de respect des règles de risques et de conformité. Le non-respect de ces obligations peut entraîner une diminution partielle ou totale de l'attribution de la rémunération variable individuelle.

En cas de perte ou de baisse significative de ses résultats, NIMI peut également décider de réduire voire d'annuler en totalité l'enveloppe attribuée aux rémunérations variables individuelles, ainsi que, le cas échéant, les échéances en cours d'acquisition au titre de rémunérations variables déjà attribuées et différées.

De même, en cas de concrétisation d'un risque majeur en matière de durabilité, i.e. de survenance d'un événement ou d'une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui aurait une incidence négative significative et durable sur la valeur des fonds/produits gérés, l'enveloppe attribuée aux rémunérations variables individuelles pourra être réduite voire annulée, ainsi que, le cas échéant, les échéances en cours d'acquisition au titre de rémunérations variables déjà attribuées et différées.

Aucune garantie contractuelle n'encadre les rémunérations variables, à l'exclusion parfois de rémunérations variables attribuées pour une première année d'exercice dans le cadre d'un recrutement externe.

Les dispositifs de type « parachute doré » sont prohibés. Les paiements liés à la résiliation anticipée du contrat de travail sont définis en fonction des dispositions légales (indemnités légales et conventionnelles) et des performances du bénéficiaire, de son activité d'appartenance et de l'ensemble de la société de gestion réalisées sur la durée et ils sont conçus de manière à ne pas récompenser l'échec.

La rémunération variable n'est pas versée par le biais d'instruments ou de méthodes qui facilitent le contournement des exigences établies dans la réglementation.

I-2.3. Dispositif de fidélisation des collaborateurs clés

NIMI souhaite pouvoir garantir à ses investisseurs la stabilité de ses équipes.

Pour ce faire, un dispositif de rémunération différée a été intégré aux politiques de rémunération.

Ce dispositif conduit, au-delà d'un certain seuil de variable, à allouer une part de la rémunération variable sous la forme de numéraire indexé sur l'évolution de la performance financière consolidée de NATIXIS IM mesurée par son Résultat Courant Avant Impôt (RCAI), constatée chaque année sur une période de 3 ans minimum. La part de rémunération variable ainsi différée est acquise par tranches égales sur une période de 3 ans minimum et permet d'associer les collaborateurs aux performances de NATIXIS IM. Le taux de rémunération variable différée résulte de l'application d'une table de différés.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Ce dispositif est soumis à des conditions de présence et d'absence de comportement hors norme pouvant avoir un impact sur le niveau de risque de NIMI. L'acquisition de ces tranches peut faire l'objet d'une restitution en tout ou partie, afin de garantir un ajustement des risques a posteriori.

I-2.4. Equilibre entre rémunération fixe et variable

NIMI s'assure qu'il existe un équilibre approprié entre les composantes fixe et variable de la rémunération globale et que la composante fixe représente une part suffisamment élevée de la rémunération globale pour qu'une politique pleinement souple puisse être exercée en matière de composantes variables de la rémunération, notamment la possibilité de ne payer aucune composante variable. L'ensemble des situations individuelles, pour lesquelles la rémunération variable représente plus d'une fois la rémunération fixe et qui peuvent s'expliquer par la pratique de marché et/ou un niveau de responsabilités, de performance et de comportement exceptionnel, sont documentées par la Direction des ressources humaines dans le cadre de la revue annuelle des rémunérations.

II- DECLINAISON DU DISPOSITIF APPLICABLE A LA POPULATION IDENTIFIEE AU TITRE D'AIFM ET/OU UCITS V

II-1. Population identifiée

Conformément aux dispositions réglementaires, la population identifiée de NIMI comprend les catégories de personnel, y compris la direction générale, les preneurs de risques et les personnes exerçant une fonction de contrôle, ainsi que tout employé qui, au vu de sa rémunération globale, se situe dans la même tranche de rémunération que la direction générale et les preneurs de risques, dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque de la société de gestion et/ou des produits gérés par celle-ci. Ces personnes sont identifiées en fonction de leur activité professionnelle, de leur niveau de responsabilité ou de leur niveau de rémunération totale.

Dans une perspective de cohérence et d'harmonisation, NIMI a décidé de mettre en œuvre le dispositif applicable à la population identifiée sur l'ensemble du périmètre des produits gérés (mandats, OPCVM et AIF).

Les catégories de population suivantes sont notamment identifiées :

- Les membres de l'organe de direction,
- Les membres du personnel responsables de la gestion de portefeuille,
- Les responsables des fonctions de contrôle (risques, conformité et contrôle interne),
- Les responsables des activités de support ou administratives,
- Les autres preneurs de risques,
- Les collaborateurs qui, au vu de leur rémunération globale, se situent dans la même tranche de rémunération que la direction générale et les preneurs de risques.

Chaque année, en amont de la revue annuelle des rémunérations, la Direction des ressources humaines détermine et formalise la méthodologie d'identification et le périmètre de la population identifiée de NIMI, en lien avec le Directeur des contrôles permanents.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Le périmètre de l'ensemble de la population identifiée est ensuite validé par la Direction générale de NIMI puis remonté à son Conseil d'administration dans son rôle de fonction de surveillance, et enfin présenté au Comité des rémunérations de NATIXIS.

L'ensemble du processus d'identification est documenté et archivé par la Direction des ressources humaines. Les collaborateurs concernés sont en outre informés de leur statut.

II-2. Dispositif applicable aux rémunérations variables attribuées à la population identifiée

En conformité avec la réglementation et afin de garantir l'alignement entre les collaborateurs et les investisseurs et la société de gestion, la rémunération variable de la population identifiée, dès lors qu'elle dépasse un certain seuil, est pour partie différée et pour partie attribuée sous forme d'instrument financier sur une période de 3 ans minimum, avec une acquisition prorata temporis.

La proportion de la rémunération variable, qui est différée sur 3 ans, croît avec le montant de rémunération variable attribuée et peut atteindre 60% pour les rémunérations les plus élevées de NIMI. Actuellement, les modalités d'application du différé sont les suivantes :

- Jusqu'à 199 K€ de rémunération variable : pas de différé,
- Entre 200 K€ et 499 K€ : 50% de différé au 1^{er} euro,
- A partir de 500 K€ : 60% de différé au 1^{er} euro.

Les seuils de déclenchement des rémunérations variables différées sont susceptibles d'évolution en fonction de la réglementation ou d'évolution des politiques internes. Dans ce cas, les nouveaux seuils définis sont soumis à l'approbation du Comité de direction de NIMI et du Comité des rémunérations de NATIXIS.

La rémunération variable est en outre attribuée à hauteur de 50% minimum en instrument financier ayant la forme de numéraire indexé :

- Pour les équipes qui participent directement à la gestion de portefeuille, à l'exception des équipes de gestion de dette privée sur actifs réels, sur la performance d'un panier de produits gérés par NIMI.
- Pour les équipes qui ne participent pas directement à la gestion de portefeuille et pour les équipes de gestion de dette privée sur actifs réels, sur l'évolution de la performance financière consolidée de NATIXIS IM mesurée par son Résultat Courant Avant Impôt (RCAI), constatée chaque année sur une période de 3 ans minimum.

L'acquisition de la part de la rémunération variable, qui est différée, est soumise à des conditions de présence, de performance financière consolidée de NATIXIS IM et d'absence de comportement hors norme pouvant avoir un impact sur le niveau de risque de NIMI et/ou des produits gérés.

Cette acquisition est également soumise à des obligations en matière de respect des règles de risques et de conformité. Le non-respect de ces obligations peut entraîner une diminution partielle ou totale de l'acquisition. Elle peut enfin faire l'objet d'une restitution en tout ou partie, afin de garantir un ajustement des risques a posteriori.

Les collaborateurs bénéficiant d'une rémunération variable différée ont l'interdiction de recourir, sur la totalité de la période d'acquisition, à des stratégies individuelles de couverture ou d'assurance.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Les modalités et conditions de détermination, de valorisation, d'attribution, d'acquisition et de paiement de la rémunération variable différée en équivalent instrument financier sont détaillées dans les Long Term Incentive Plans (LTIP) de NIMI et de NATIXIS IM.

III- GOUVERNANCE

Les principes généraux et spécifiques de la politique de rémunération sont définis et formalisés par la Direction des ressources humaines de NIMI en cohérence avec la politique applicable au sein de la plateforme internationale de distribution.

La Direction des contrôles permanents et la Direction des risques de NIMI ont pour leur part un rôle actif dans l'élaboration, la surveillance continue et l'évaluation de la politique de rémunération. Elles sont ainsi impliquées dans la détermination de la stratégie globale applicable à la société de gestion, aux fins de promouvoir le développement d'une gestion des risques efficace. A ce titre, elles interviennent dans la détermination du périmètre de population identifiée. Elles sont aussi en charge de l'évaluation de l'incidence de la structure de rémunération variable sur le profil de risque des gestionnaires.

La politique de rémunération de NIMI est validée par le Conseil d'administration de NIMI, dans son rôle de fonction de surveillance.

Les principes généraux et spécifiques, les modalités d'application et données chiffrées de la politique de rémunération, comprenant la population identifiée et les rémunérations les plus élevées, sont approuvés successivement, de manière détaillée, par les membres du Comité de direction de NIMI, puis par un Comité intermédiaire, établi au niveau de la Fédération, ensemble qui regroupe toutes les fonctions de distribution, de support et de contrôle du Groupe NATIXIS IM et qui intègre notamment NIMI. Ce Comité intermédiaire réunit la Direction générale de NIMI et la Direction générale de NATIXIS IM. Cette dernière soumet ensuite, sous un format plus synthétique, les éléments ci-dessus à l'approbation de la Direction générale de NATIXIS, qui remonte en dernier lieu au Comité des rémunérations de NATIXIS.

NIMI, qui n'a pas de Comité des rémunérations en propre mais qui appartient au Groupe NATIXIS, reporte en effet au Comité des rémunérations de NATIXIS.

Le Comité des rémunérations de NATIXIS est établi et agit en conformité avec la réglementation¹ :

- Tant dans sa composition : indépendance et expertise de ses membres, dont la majorité, en ce compris son Président, n'exercent pas de fonctions exécutives au sein de NIMI, sont externes au Groupe NATIXIS et sont donc totalement indépendants.
- Que dans l'exercice de ses missions, qui plus spécifiquement sur les sociétés de gestion comprennent les rôles suivants :
 - o Recommandation et assistance du Conseil d'administration pour l'élaboration et la mise en œuvre de la politique de rémunération de la société de gestion.
 - o Assistance du Conseil d'administration dans la supervision de l'élaboration et du fonctionnement du système de rémunération de la société de gestion.

¹ Pour plus de détail sur la composition et le rôle du Comité des rémunérations de NATIXIS, voir le Document de référence de la société.



2. Engagements de gouvernance et compliance

o Attention particulière accordée à l'évaluation des mécanismes adoptés pour garantir la prise en compte de façon appropriée par le système de rémunération de toutes les catégories de risques, de liquidités et les niveaux d'actifs sous gestion et la compatibilité de la politique de rémunération avec la stratégie économique, les objectifs, les valeurs et les intérêts de la société de gestion et des produits gérés avec ceux des investisseurs.

Dans ce cadre, les principes généraux et spécifiques, la conformité de la politique de rémunération de NIMI avec les réglementations auxquelles elle est soumise et les modalités d'application et données chiffrées de synthèse de sa politique de rémunération, comprenant la population identifiée et les rémunérations les plus élevées, sont soumis en dernière instance à la revue du Comité des rémunérations de NATIXIS, puis approuvés par son Conseil d'administration, dans son rôle de fonction de surveillance.

La rémunération du Directeur général de NIMI est déterminée par la Direction générale de NATIXIS IM et de NATIXIS, puis présentée au Comité des rémunérations de NATIXIS.

Les rémunérations des Directeurs des risques et de la conformité de NIMI sont revues, dans le cadre des revues indépendantes menées par les filières risques et conformité, par les Directeurs des risques et de la conformité de NATIXIS IM. Elles sont ensuite soumises au Comité des rémunérations de NATIXIS.

In fine, l'ensemble des rôles attribués aux comités des rémunérations et prévus par les textes réglementaires sont en pratique remplis par le Comité intermédiaire établi au niveau de la Fédération, qui intègre NIMI, et/ou par le Comité des rémunérations de NATIXIS.

Les principes généraux et spécifiques de la politique de rémunération sont communiqués en interne à l'ensemble des collaborateurs et aux membres du comité d'entreprise. NIMI se conforme également à l'ensemble de ses obligations en matière de publicité externe.

L'ensemble de ce processus de revue, de validation et de communication a lieu chaque année. Il intègre les éventuelles évolutions réglementaires et contextuelles et se fait en cohérence avec la politique de rémunération de NATIXIS.

Enfin, l'ensemble de la politique de rémunération de NIMI fait l'objet d'une revue annuelle centralisée et indépendante par la Direction de l'Audit interne de NATIXIS IM.

Quand NIMI délègue la gestion financière d'un des portefeuilles dont elle est société de gestion à une autre société de gestion, elle s'assure du respect des réglementations en vigueur par cette société délégataire.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Rémunération versée au titre du dernier exercice

Le montant total des rémunérations pour l'exercice, ventilé en rémunérations fixes et rémunérations variables, versées par la société de gestion à son personnel, et le nombre de bénéficiaires :

Rémunérations fixes 2022* : 27 383 602 €

Rémunérations variables attribués au titre de 2022 : 9 378 250 €

Effectifs concernés : 363

**Rémunérations fixes théoriques en ETP décembre 2022*

Le montant agrégé des rémunérations, ventilé entre les cadres supérieurs et les membres du personnel de la société de gestion dont les activités ont une incidence significative sur le profil de risque de la société de gestion et/ou des portefeuilles :

Rémunération totale attribuée au titre de 2022 : 9 689 885 € dont,

- Cadres supérieurs : 2 647 162 €

- Membres du personnel : 7 042 723 €

Effectifs concernés : 54



2. Engagements de gouvernance et compliance

■ Politique de rémunération de la société de gestion déléguataire

La présente politique de rémunération d'OSTRUM AM est composée de principes généraux applicables à l'ensemble des collaborateurs (cf. point I), de principes spécifiques applicables à la population identifiée par AIFM et UCITS V (cf. point II) et d'un dispositif de gouvernance applicable à l'ensemble des collaborateurs (cf. point III).

Elle s'inscrit dans le cadre de la politique de rémunération définie par NATIXIS et elle est établie en conformité avec les dispositions relatives à la rémunération figurant dans les textes réglementaires suivants, ainsi que les orientations de l'European Securities and Markets Authority (ESMA) et les positions de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui en découlent :

- Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, transposée dans le Code Monétaire et Financier par l'Ordonnance n°2013-676 du 27 juillet 2013 (« Directive AIFM »).
- Directive 2014/91/UE du Parlement Européen et du Conseil du 23 juillet 2014 sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), transposée dans le Code Monétaire et Financier par l'Ordonnance n°2016-312 du 17 mars 2016 (« Directive UCITS V »).
- Directive 2014/65/UE du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, transposée dans le Code Monétaire et Financier par l'Ordonnance n°2016-827 du 23 juin 2016, complétée par le Règlement Délégué 2017/565/UE du 25 avril 2016 (« Directive MIFII »).
- Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

I- PRINCIPES GENERAUX DE LA POLITIQUE DE REMUNERATION

La politique de rémunération est un élément stratégique de la politique d'OSTRUM AM. Outil de mobilisation et d'engagement des collaborateurs, elle veille, dans le cadre d'un strict respect des grands équilibres financiers et de la réglementation, à être compétitive et attractive au regard des pratiques de marché.

La politique de rémunération d'OSTRUM AM, qui s'applique à l'ensemble des collaborateurs, intègre dans ses principes fondamentaux l'alignement des intérêts des collaborateurs avec ceux des investisseurs :

- Elle est cohérente et favorise une gestion saine et efficace du risque et n'encourage pas une prise de risque qui serait incompatible avec les profils de risque, le règlement ou les documents constitutifs des produits gérés.
- Elle est conforme à la stratégie économique, aux objectifs, aux valeurs et aux intérêts de la société de gestion et des produits qu'elle gère et à ceux des investisseurs, et comprend des mesures visant à éviter les conflits d'intérêts.

La politique de rémunération englobe l'ensemble des composantes de la rémunération, qui comprennent la rémunération fixe et, le cas échéant, la rémunération variable.

La rémunération fixe rétribue les compétences, l'expérience professionnelle et le niveau de responsabilité. Elle tient compte des conditions de marché.



2. Engagements de gouvernance et compliance

La rémunération variable est fonction de l'évaluation de la performance collective, mesurée à la fois au niveau de la société de gestion et des produits gérés, et de la performance individuelle. Elle tient compte d'éléments quantitatifs et qualitatifs, qui peuvent être établis sur base annuelle ou pluriannuelle.

I-1. Définition de la performance

L'évaluation objective et transparente de la performance annuelle et pluriannuelle sur la base d'objectifs prédéfinis est le prérequis de l'application de la politique de rémunération d'OSTRUM AM. Elle assure un traitement équitable et sélectif des collaborateurs. Cette évaluation est partagée entre le collaborateur et son manager lors d'un entretien individuel d'évaluation.

La contribution et le niveau de performance de chacun des collaborateurs sont évalués au regard de ses fonctions, de ses missions et de son niveau de responsabilité dans la société de gestion. Dans ce cadre, la politique de rémunération distingue plusieurs catégories de personnel :

- Le Comité exécutif est évalué sur sa contribution à la définition et la mise en œuvre de la stratégie de la société de gestion et sur sa capacité à développer les performances des offres de produits et de services et la performance financière ajustée des risques sur son périmètre de supervision. Pour cette catégorie, la performance s'apprécie annuellement au travers d'indicateurs quantitatifs, tels que l'évolution des résultats financiers d'OSTRUM AM et des activités supervisées ainsi que d'éléments qualitatifs tels que la qualité du management et/ou la responsabilité/contribution à des chantiers transversaux.
- Les fonctions de support sont évaluées sur leur capacité à accompagner les enjeux stratégiques de la société de gestion. La performance individuelle est appréciée annuellement en fonction de la qualité de l'activité récurrente et/ou du degré de participation à des chantiers transversaux ou à des projets stratégiques/réglementaires.
- L'évaluation de la performance des fonctions de contrôle repose sur l'appréciation de critères qualitatifs uniquement tels que la participation à des chantiers transversaux ou à des projets stratégiques/réglementaires, définis annuellement, afin de ne pas compromettre leur indépendance, ni créer de conflit d'intérêt avec les activités qu'elles contrôlent.
- La performance des fonctions de gestion est évaluée selon des critères quantitatifs, complétés de critères qualitatifs. Les critères quantitatifs reflètent les enjeux de développement des performances de gestion recherchés par les investisseurs sans toutefois autoriser une prise de risque excessive pouvant avoir une incidence sur le profil de risque d'OSTRUM AM et/ou des produits gérés.

Ces critères quantitatifs sont calculés sur une période prédéfinie en ligne avec l'horizon de performance ajustée des risques des fonds gérés et de la société de gestion.

L'évaluation de la performance intègre, pour toutes les catégories de personnel, des critères qualitatifs.

Ces critères qualitatifs intègrent toujours le respect de la réglementation et des procédures internes en matière de gestion des risques et de respect de la conformité d'OSTRUM AM.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Ils peuvent par ailleurs porter sur la qualité de la relation avec les clients incluant le niveau d'expertise et de conseil apportés, la contribution à la fiabilisation d'un processus, la participation à un projet transversal, la contribution au développement de nouvelles expertises, la participation au développement de l'efficacité opérationnelle ou tous autres sujets définis en déclinaison des objectifs stratégiques d'OSTRUM AM.

Des critères spécifiques intégrant les risques en matière de durabilité, i.e. les enjeux sociaux, environnementaux et de gouvernance, doivent enfin être définis pour les membres du Comité exécutif, ainsi que pour les gérants et les analystes au sein des équipes de gestion.

Pour chaque catégorie de personnel, l'ensemble des objectifs quantitatifs et qualitatifs sont définis et communiqués individuellement en début d'année, en déclinaison des objectifs stratégiques d'OSTRUM AM.

I-2. Composantes de la rémunération

I-2.1. Rémunération fixe

OSTRUM AM veille à maintenir un niveau de rémunération fixe suffisant pour rémunérer l'activité professionnelle des collaborateurs.

La rémunération fixe rémunère les compétences, l'expérience professionnelle et le niveau de responsabilité attendus dans une fonction.

Le positionnement des rémunérations fixes est étudié périodiquement pour s'assurer de sa cohérence vis-à-vis des pratiques de marché géographiques et professionnelles.

La revalorisation des salaires fixes est analysée une fois par an dans le cadre de la revue annuelle des rémunérations. En dehors de cette période, seuls les cas de promotion, de mobilité professionnelle ou de situation individuelle exceptionnelle peuvent donner lieu à une revalorisation.

I-2.2. Rémunération variable

Les enveloppes de rémunérations variables sont définies en fonction des résultats annuels d'OSTRUM AM mais également en fonction d'éléments qualitatifs, comme les pratiques des entreprises concurrentes, les conditions générales de marché dans lesquelles les résultats ont été obtenus et les facteurs qui ont pu influencer de manière temporaire sur la performance du métier.

Les rémunérations variables, qui peuvent être attribuées le cas échéant, rémunèrent une performance annuelle, collective et/ou individuelle.

Les rémunérations variables collectives d'OSTRUM AM sont constituées d'un dispositif d'intéressement et de participation, associé à un plan d'épargne d'entreprise (PEE) et à un plan d'épargne retraite collectif (PERCOL). Les collaborateurs peuvent bénéficier, dans le cadre de ces plans, d'un dispositif d'abondement.

Ces rémunérations variables collectives n'ont aucun effet incitatif sur la gestion des risques d'OSTRUM AM et/ou des produits gérés et n'entrent pas dans le champ d'application des directives AIFM ou UCITS V.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Dans le respect des enveloppes globales de rémunérations variables, les rémunérations variables individuelles sont attribuées, dans le cadre de la revue annuelle des rémunérations, de manière discrétionnaire objectivée au regard de l'évaluation d'une performance individuelle et de la manière dont cette performance est atteinte. La rémunération variable attribuée aux collaborateurs est impactée en cas de gestion inappropriée des risques et de la conformité, ou de non-respect de la réglementation et des procédures internes sur l'année considérée (cf. I-1. Ci-dessus).

La population identifiée est soumise à des obligations spécifiques en matière de respect des règles de risques et de conformité. Le non-respect de ces obligations peut entraîner une diminution partielle ou totale de l'attribution de la rémunération variable individuelle.

En cas de perte ou de baisse significative de ses résultats, OSTRUM AM peut également décider de réduire voire d'annuler en totalité l'enveloppe attribuée aux rémunérations variables individuelles, ainsi que, le cas échéant, les échéances en cours d'acquisition au titre de rémunérations variables déjà attribuées et différées.

De même, en cas de concrétisation d'un risque majeur en matière de durabilité, i.e. de survenance d'un événement ou d'une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui aurait une incidence négative significative et durable sur la valeur des fonds/produits gérés, l'enveloppe attribuée aux rémunérations variables individuelles pourra être réduite voire annulée, ainsi que, le cas échéant, les échéances en cours d'acquisition au titre de rémunérations variables déjà attribuées et différées.

Aucune garantie contractuelle n'encadre les rémunérations variables, à l'exclusion parfois de rémunérations variables attribuées pour une première année d'exercice dans le cadre d'un recrutement externe.

Les dispositifs de type « parachute doré » sont prohibés. Les paiements liés à la résiliation anticipée du contrat de travail sont définis en fonction des dispositions légales (indemnités légales et conventionnelles) et des performances du bénéficiaire, de son activité d'appartenance et de l'ensemble de la société de gestion réalisées sur la durée et ils sont conçus de manière à ne pas récompenser l'échec.

La rémunération variable n'est pas versée par le biais d'instruments ou de méthodes qui facilitent le contournement des exigences établies dans la réglementation.

I-2.3. Dispositif de fidélisation des collaborateurs clés

OSTRUM AM souhaite pouvoir garantir à ses investisseurs la stabilité des collaborateurs les plus talentueux, ou identifiés comme clés au regard de leur engagement ou de leur contribution aux résultats.

Pour ce faire, un dispositif de rémunération différée a été intégré aux politiques de rémunération.

Ce dispositif conduit, au-delà d'un certain seuil de variable, à allouer une part de la rémunération variable sous la forme de numéraire indexé sur la performance d'un panier de produits gérés par OSTRUM AM. La part de rémunération variable ainsi différée est acquise par tranches égales sur une période de 3 ans minimum et permet ainsi d'associer les collaborateurs aux performances d'OSTRUM AM.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Ce dispositif est soumis à des conditions de présence et d'absence de comportement hors norme pouvant avoir un impact sur le niveau de risque d'OSTRUM AM et/ou des produits gérés. L'acquisition de ces tranches peut faire l'objet d'une restitution en tout ou partie, afin de garantir un ajustement des risques a posteriori.

I-2.4. Equilibre entre rémunération fixe et variable

OSTRUM AM s'assure qu'il existe un équilibre approprié entre les composantes fixe et variable de la rémunération globale et que la composante fixe représente une part suffisamment élevée de la rémunération globale pour qu'une politique pleinement souple puisse être exercée en matière de composantes variables de la rémunération, notamment la possibilité de ne payer aucune composante variable. L'ensemble des situations individuelles, pour lesquelles la rémunération variable représente plus d'une fois la rémunération fixe et qui peuvent s'expliquer par la pratique de marché et/ou un niveau de responsabilités, de performance et de comportement exceptionnel, sont documentées par la Direction des ressources humaines dans le cadre de la revue annuelle des rémunérations.

II- DECLINAISON DU DISPOSITIF APPLICABLE A LA POPULATION IDENTIFIEE AU TITRE D 'AIFM ET/OU UCITS V

II-1. Population identifiée

Conformément aux dispositions réglementaires, la population identifiée d'OSTRUM AM comprend les catégories de personnel, y compris la direction générale, les preneurs de risques et les personnes exerçant une fonction de contrôle, ainsi que tout employé qui, au vu de sa rémunération globale, se situe dans la même tranche de rémunération que la direction générale et les preneurs de risques, dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque de la société de gestion et/ou des produits gérés par celle-ci. Ces personnes sont identifiées en fonction de leur activité professionnelle, de leur niveau de responsabilité ou de leur niveau de rémunération totale.

Dans une perspective de cohérence et d'harmonisation, OSTRUM AM a décidé de mettre en œuvre le dispositif applicable à la population identifiée sur l'ensemble du périmètre des produits gérés (mandats, OPCVM et AIF).

Les catégories de population suivantes sont notamment identifiées :

- Les membres de l'organe de direction,
- Les membres du personnel responsables de la gestion de portefeuille,
- Les responsables des fonctions de contrôle (risques, conformité et contrôle interne),
- Les responsables des activités de support ou administratives,
- Les autres preneurs de risques,
- Les collaborateurs qui, au vu de leur rémunération globale, se situent dans la même tranche de rémunération que la direction générale et les preneurs de risques.

Chaque année, en amont de la revue annuelle des rémunérations, la Direction des ressources humaines détermine et formalise la méthodologie d'identification et le périmètre de la population identifiée d'OSTRUM AM, en lien avec la Direction des contrôles permanents.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Le périmètre de l'ensemble de la population identifiée est ensuite validé par la Direction générale d'OSTRUM AM, puis remonté à son Conseil d'administration dans son rôle de fonction de surveillance, et enfin présenté au Comité des rémunérations de NATIXIS.

L'ensemble du processus d'identification est documenté et archivé par la Direction des ressources humaines. Les collaborateurs concernés sont en outre informés de leur statut.

II-2. Dispositif applicable aux rémunérations variables attribuées à la population identifiée

En conformité avec la réglementation et afin de garantir l'alignement entre les collaborateurs et les investisseurs et la société de gestion, la rémunération variable de la population identifiée, dès lors qu'elle dépasse un certain seuil, est pour partie différée et pour partie attribuée sous forme d'instrument financier sur une période de 3 ans minimum, avec une acquisition prorata temporis.

La proportion de la rémunération variable, qui est différée sur 3 ans, croît avec le montant de rémunération variable attribuée et peut atteindre 60% pour les rémunérations les plus élevées d'OSTRUM AM. Actuellement, les modalités d'application du différé sont les suivantes :

- Jusqu'à 199 K€ de rémunération variable : pas de différé,
- Entre 200 K€ et 499 K€ de rémunération variable : 50% de différé au 1^{er} euro,
- A partir de 500 K€ de rémunération variable : 60% de différé au 1^{er} euro.

Les seuils de déclenchement des rémunérations variables différées sont susceptibles d'évolution en fonction de la réglementation ou d'évolution des politiques internes. Dans ce cas, les nouveaux seuils définis sont soumis à l'approbation du Comité exécutif d'OSTRUM AM et du Comité des rémunérations de NATIXIS.

La rémunération variable est en outre attribuée à hauteur de 50% minimum en instrument financier ayant la forme de numéraire indexé sur la performance d'un panier de produits gérés par OSTRUM AM.

L'acquisition de la part de la rémunération variable, qui est différée, est soumise à des conditions de présence, de performance financière de la société de gestion et d'absence de comportement hors norme pouvant avoir un impact sur le niveau de risque d'OSTRUM AM et/ou des produits gérés.

Cette acquisition est également soumise à des obligations en matière de respect des règles de risques et de conformité. Le non-respect de ces obligations peut entraîner une diminution partielle ou totale de l'acquisition. Elle peut enfin faire l'objet d'une restitution en tout ou partie, afin de garantir un ajustement des risques a posteriori.

Les collaborateurs bénéficiant d'une rémunération variable différée ont l'interdiction de recourir, sur la totalité de la période d'acquisition, à des stratégies individuelles de couverture ou d'assurance.

Les modalités et conditions de détermination, de valorisation, d'attribution, d'acquisition et de paiement de la rémunération variable différée en équivalent instrument financier sont détaillées dans le Long Term Incentive Plan (LTIP) d'OSTRUM AM.



2. Engagements de gouvernance et compliance

III- GOUVERNANCE

Les principes généraux et spécifiques de la politique de rémunération sont définis et formalisés par la Direction des ressources humaines d'OSTRUM AM.

La Direction des contrôles permanents et la Direction des risques d'OSTRUM AM ont un rôle actif dans l'élaboration, la surveillance continue et l'évaluation de la politique de rémunération. Elles sont ainsi impliquées dans la détermination de la stratégie globale applicable à la société de gestion, aux fins de promouvoir le développement d'une gestion des risques efficace. A ce titre, elles interviennent dans la détermination du périmètre de population identifiée pour la Direction des contrôles permanents ou dans la détermination de l'indexation et du panier de fonds du LTIP pour la Direction des risques. Cette dernière est aussi en charge de l'évaluation de l'incidence de la structure de rémunération variable sur le profil de risque des gestionnaires.

La politique de rémunération d'OSTRUM AM est validée par le Conseil d'administration d'OSTRUM AM, dans son rôle de fonction de surveillance.

Les principes généraux et spécifiques et les modalités d'application et données chiffrées de la politique de rémunération, comprenant la population identifiée et les rémunérations les plus élevées, sont approuvés, de manière détaillée, par les membres du Comité exécutif d'OSTRUM AM.

Le Comité des rémunérations d'OSTRUM AM est établi et agit en conformité avec la réglementation² :

- Tant dans sa composition : indépendance et expertise de ses membres, dont la majorité, en ce compris son Président, n'exercent pas de fonctions exécutives au sein d'OSTRUM AM, et sont donc indépendants
- Que dans l'exercice de ses missions, qui comprennent les rôles suivants :
 - o Recommandation et assistance du Conseil d'administration pour l'élaboration et la mise en œuvre de la politique de rémunération de la société de gestion.
 - o Assistance du Conseil d'administration dans la supervision de l'élaboration et du fonctionnement du système de rémunération de la société de gestion.
 - o Attention particulière accordée à l'évaluation des mécanismes adoptés pour garantir la prise en compte de façon appropriée par le système de rémunération de toutes les catégories de risques, de liquidités et les niveaux d'actifs sous gestion et la compatibilité de la politique de rémunération avec la stratégie économique, les objectifs, les valeurs et les intérêts de la société de gestion et des produits gérés avec ceux des investisseurs.

Dans ce cadre, les principes généraux et spécifiques, la conformité de la politique de rémunération d'OSTRUM AM avec les réglementations auxquelles elle est soumise et les modalités d'application et données chiffrées de synthèse de sa politique de rémunération, comprenant la population identifiée et les rémunérations les plus élevées, sont soumis à la revue du Comité des rémunérations d'OSTRUM AM, puis approuvés par son Conseil d'administration, dans son rôle de fonction de surveillance.

² Pour plus de détail sur la composition et le rôle du Comité des rémunérations d'OSTRUM AM, voir le Règlement intérieur du comité des nominations et des rémunérations.



2. Engagements de gouvernance et compliance

La Direction générale de NATIXIS IM soumet ensuite, sous un format plus synthétique, les éléments ci-dessus à la validation de la Direction générale de NATIXIS, qui remonte en dernier lieu au Comité des rémunérations de NATIXIS avant approbation par son Conseil d'administration, dans son rôle de fonction de surveillance.

Le Comité des rémunérations de NATIXIS, lui-même, est établi et agit en conformité avec la réglementation, tant dans sa composition (indépendance et expertise de ses membres), que dans l'exercice de ses missions. La majorité de ses membres, en ce compris son Président, n'exercent pas de fonctions exécutives au sein d'OSTRUM AM, sont externes au Groupe NATIXIS et sont donc totalement indépendants³.

La rémunération du Directeur général d'OSTRUM AM est proposée par la Direction générale de NATIXIS IM et de NATIXIS, puis présentée au Comité des rémunérations d'OSTRUM AM et enfin à celui de NATIXIS.

Les rémunérations des Directeurs des risques et de la conformité d'OSTRUM AM sont revues, dans le cadre des revues indépendantes menées par les filières risques et conformité, par les Directeurs des risques et de la conformité de NATIXIS IM. Elles sont ensuite soumises au Comité des rémunérations d'OSTRUM AM puis à celui de NATIXIS.

In fine, l'ensemble des rôles attribués aux comités des rémunérations et prévus par les textes réglementaires sont en pratique remplis par le Comité des rémunérations établi au niveau d'OSTRUM AM et/ou par le Comité des rémunérations de NATIXIS.

Les principes généraux et spécifiques de la politique de rémunération sont communiqués en interne à l'ensemble des collaborateurs et aux membres du comité d'entreprise. OSTRUM AM se conforme également à l'ensemble de ses obligations en matière de publicité externe.

L'ensemble de ce processus de revue, de validation et de communication a lieu chaque année. Il intègre les éventuelles évolutions réglementaires et contextuelles et se fait en cohérence avec la politique de rémunération de NATIXIS.

Enfin, l'ensemble de la politique de rémunération d'OSTRUM AM fait l'objet d'une revue annuelle centralisée et indépendante par la Direction de l'Audit interne de NATIXIS IM.

Quand OSTRUM AM délègue la gestion financière d'un des portefeuilles dont elle est société de gestion à une autre société de gestion, elle s'assure du respect des réglementations en vigueur par cette société délégataire.

³ Pour plus de détail sur la composition et le rôle du Comité des rémunérations de NATIXIS, voir le Document de référence de la société.



2. Engagements de gouvernance et compliance

Rémunération versée au titre du dernier exercice

Le montant total des rémunérations pour l'exercice, ventilé en rémunérations fixes et rémunérations variables, versées par la société de gestion à son personnel, et le nombre de bénéficiaires :

Rémunérations fixes 2022* : 27 364 506 €

Rémunérations variables attribués au titre de 2022 : 10 419 005 €

Effectifs concernés : 357

**Rémunérations fixes théoriques en ETP décembre 2022*

Le montant agrégé des rémunérations, ventilé entre les cadres supérieurs et les membres du personnel de la société de gestion dont les activités ont une incidence significative sur le profil de risque de la société de gestion et/ou des portefeuilles :

Rémunération totale attribuée au titre de 2022 : 15 943 236 € dont,

- Cadres supérieurs : 3 850 000 €

- Membres du personnel : 12 093 236 €

Effectifs concernés : 83



3. Frais et Fiscalité

■ Frais d'intermédiation

Le détail des conditions dans lesquelles la Société de gestion a eu recours à des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres au cours du dernier exercice clos est consultable sur son site internet : <http://www.im.natixis.com>.

■ Retenues à la source

Cet OPC n'est pas concerné par des récupérations de retenues à la source au titre de cet exercice.



4. Rapport du commissaire aux comptes

OSTRUM EURO ABS IG

Fonds Commun de Placement

Société de Gestion :
Natixis Investment Managers International

43 avenue Pierre Mendès France
75013 PARIS

Rapport du Commissaire aux Comptes sur les comptes annuels

Exercice clos le 31 mars 2023

Aux porteurs de parts du FCP OSTRUM EURO ABS IG,

Opinion

En exécution de la mission qui nous a été confiée par la société de gestion, nous avons effectué l'audit des comptes annuels de l'organisme de placement collectif OSTRUM EURO ABS IG constitué sous forme de fonds commun de placement (FCP) relatifs à l'exercice clos le 31 mars 2023, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

Nous certifions que les comptes annuels sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine du FCP, à la fin de cet exercice.

Fondement de l'opinion sur les comptes annuels

Référentiel d'audit

Nous avons effectué notre audit selon les normes d'exercice professionnel applicables en France. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont indiquées dans la partie « Responsabilités du commissaire aux comptes relatives à l'audit des comptes annuels » du présent rapport.

Indépendance

Nous avons réalisé notre mission d'audit dans le respect des règles d'indépendance prévues par le code de commerce et par le code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes, sur la période du 1er avril 2022 à la date d'émission de notre rapport.

Justification des appréciations

En application des dispositions des articles L. 823-9 et R. 823-7 du code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous vous informons que les appréciations les plus importantes auxquelles nous avons procédé, selon notre jugement professionnel, ont porté sur le caractère approprié des principes comptables appliqués, notamment pour ce qui concerne les instruments financiers en portefeuille et sur la présentation d'ensemble des comptes, au regard du plan comptable des organismes de placement collectif à capital variable.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le contexte de l'audit des comptes annuels pris dans leur ensemble et de la formation de notre opinion exprimée ci-avant. Nous n'exprimons pas d'opinion sur des éléments de ces comptes annuels pris isolément.

Vérifications spécifiques

Nous avons également procédé, conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par les textes légaux et réglementaires.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion établi par la société de gestion.

Responsabilités de la société de gestion relatives aux comptes annuels

Il appartient à la société de gestion d'établir des comptes annuels présentant une image fidèle conformément aux règles et principes comptables français ainsi que de mettre en place le contrôle interne qu'elle estime nécessaire à l'établissement de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

Lors de l'établissement des comptes annuels, il incombe à la société de gestion d'évaluer la capacité du FCP à poursuivre son exploitation, de présenter dans ces comptes, le cas échéant, les informations nécessaires relatives à la continuité d'exploitation et d'appliquer la convention comptable de continuité d'exploitation, sauf s'il est prévu de liquider le FCP ou de cesser son activité.

Les comptes annuels ont été établis par la société de gestion.

Responsabilités du commissaire aux comptes relatives à l'audit des comptes annuels

Il nous appartient d'établir un rapport sur les comptes annuels. Notre objectif est d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, sans toutefois garantir qu'un audit réalisé conformément aux normes

d'exercice professionnel permet de systématiquement détecter toute anomalie significative. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et sont considérées comme significatives lorsque l'on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elles puissent, prises individuellement ou en cumulé, influencer les décisions économiques que les utilisateurs des comptes prennent en se fondant sur ceux-ci.

Comme précisé par l'article L.823-10-1 du code de commerce, notre mission de certification des comptes ne consiste pas à garantir la viabilité ou la qualité de la gestion de votre FCP.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, le commissaire aux comptes exerce son jugement professionnel tout au long de cet audit. En outre:

- il identifie et évalue les risques que les comptes annuels comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définit et met en œuvre des procédures d'audit face à ces risques, et recueille des éléments qu'il estime suffisants et appropriés pour fonder son opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne ;
- il prend connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne ;
- il apprécie le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par la société de gestion, ainsi que les informations les concernant fournies dans les comptes annuels;
- il apprécie le caractère approprié de l'application par la société de gestion de la convention comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments collectés, l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou à des circonstances susceptibles de mettre en cause la capacité du FCP à poursuivre son exploitation. Cette appréciation s'appuie sur les éléments collectés jusqu'à la date de son rapport, étant toutefois rappelé que des circonstances ou événements ultérieurs pourraient mettre en cause la continuité d'exploitation. S'il conclut à l'existence d'une incertitude significative, il attire l'attention des lecteurs de son rapport sur les informations fournies dans les comptes annuels au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas fournies ou ne sont pas pertinentes, il formule une certification avec réserve ou un refus de certifier;

- il apprécie la présentation d'ensemble des comptes annuels et évalue si les comptes annuels reflètent les opérations et événements sous-jacents de manière à en donner une image fidèle.

Paris La Défense, le

Le Commissaire aux Comptes

Deloitte & Associés

The image shows a blue shield icon with a white checkmark on the left, and a handwritten signature in black ink on the right. The signature appears to be 'O. Galienne'.

Olivier GALIENNE



5. Comptes de l'exercice

a) Comptes annuels

■ BILAN ACTIF AU 31/03/2023 EN EUR

	31/03/2023	31/03/2022
IMMOBILISATIONS NETTES	0,00	0,00
DÉPÔTS	0,00	0,00
INSTRUMENTS FINANCIERS	111 013 691,69	179 838 235,15
Actions et valeurs assimilées	0,00	0,00
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
Non négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
Obligations et valeurs assimilées	85 100 581,57	133 490 776,30
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	85 100 581,57	133 490 776,30
Non négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
Titres de créances	0,00	0,00
Négoiés sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
Titres de créances négociables	0,00	0,00
Autres titres de créances	0,00	0,00
Non négoiés sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
Organismes de placement collectif	25 913 110,12	46 347 458,85
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays	11 659 159,82	18 352 102,73
Autres Fonds destinés à des non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'UE	0,00	0,00
Fonds professionnels à vocation générale et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations cotés	14 253 950,30	27 995 356,12
Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations non cotés	0,00	0,00
Autres organismes non européens	0,00	0,00
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00
Créances représentatives de titres reçus en pension	0,00	0,00
Créances représentatives de titres prêtés	0,00	0,00
Titres empruntés	0,00	0,00
Titres donnés en pension	0,00	0,00
Autres opérations temporaires	0,00	0,00
Instruments financiers à terme	0,00	0,00
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
Autres opérations	0,00	0,00
Autres instruments financiers	0,00	0,00
CRÉANCES	10 725 329,69	15,85
Opérations de change à terme de devises	0,00	0,00
Autres	10 725 329,69	15,85
COMPTES FINANCIERS	6 063 606,44	6 571 005,04
Liquidités	6 063 606,44	6 571 005,04
TOTAL DE L'ACTIF	127 802 627,82	186 409 256,04



5. Comptes de l'exercice

■ BILAN PASSIF AU 31/03/2023 EN EUR

	31/03/2023	31/03/2022
CAPITAUX PROPRES		
Capital	122 208 980,63	186 594 654,75
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)	0,00	0,00
Report à nouveau (a)	0,00	0,00
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a,b)	-476 668,90	-188 545,08
Résultat de l'exercice (a,b)	1 049 885,29	-27 866,26
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES *	122 782 197,02	186 378 243,41
<i>* Montant représentatif de l'actif net</i>		
INSTRUMENTS FINANCIERS	1 403,24	0,00
Opérations de cession sur instruments financiers	1 403,24	0,00
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00
Dettes représentatives de titres donnés en pension	0,00	0,00
Dettes représentatives de titres empruntés	0,00	0,00
Autres opérations temporaires	0,00	0,00
Instruments financiers à terme	0,00	0,00
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	0,00	0,00
Autres opérations	0,00	0,00
DETTES	5 019 027,56	31 012,63
Opérations de change à terme de devises	0,00	0,00
Autres	5 019 027,56	31 012,63
COMPTES FINANCIERS	0,00	0,00
Concours bancaires courants	0,00	0,00
Emprunts	0,00	0,00
TOTAL DU PASSIF	127 802 627,82	186 409 256,04

(a) Y compris comptes de régularisation.

(b) Diminués des acomptes versés au titre de l'exercice.



5. Comptes de l'exercice

■ HORS-BILAN AU 31/03/2023 EN EUR

	31/03/2023	31/03/2022
OPÉRATIONS DE COUVERTURE	0,00	0,00
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés	0,00	0,00
Engagement sur marché de gré à gré	0,00	0,00
Autres engagements	0,00	0,00
AUTRES OPÉRATIONS	0,00	0,00
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés	0,00	0,00
Engagement sur marché de gré à gré	0,00	0,00
Autres engagements	0,00	0,00



5. Comptes de l'exercice

■ COMPTE DE RÉSULTAT AU 31/03/2023 EN EUR

	31/03/2023	31/03/2022
Produits sur opérations financières		
Produits sur dépôts et sur comptes financiers	58 546,68	0,00
Produits sur actions et valeurs assimilées	0,00	0,00
Produits sur obligations et valeurs assimilées	1 134 012,42	309 410,28
Produits sur titres de créances	0,00	0,00
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres	0,00	0,00
Produits sur instruments financiers à terme	0,00	0,00
Autres produits financiers	226 288,46	24 337,75
TOTAL (1)	1 418 847,56	333 748,03
Charges sur opérations financières		
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres	0,00	0,00
Charges sur instruments financiers à terme	0,00	0,00
Charges sur dettes financières	16 985,51	59 522,17
Autres charges financières	0,00	0,00
TOTAL (2)	16 985,51	59 522,17
RÉSULTAT SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES (1 - 2)	1 401 862,05	274 225,86
Autres produits (3)	0,00	0,00
Frais de gestion et dotations aux amortissements (4)	280 809,54	279 752,43
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE (L. 214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)	1 121 052,51	-5 526,57
Régularisation des revenus de l'exercice (5)	-71 167,22	-22 339,69
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (6)	0,00	0,00
RÉSULTAT (1 - 2 + 3 - 4 + 5 - 6)	1 049 885,29	-27 866,26



5. Comptes de l'exercice

b) Comptes annuels - Annexes comptables

1. Règles et méthodes comptables

Les comptes annuels sont présentés sous la forme prévue par le règlement ANC n° 2014-01, modifié.

Les principes généraux de la comptabilité s'appliquent :

- image fidèle, comparabilité, continuité de l'activité,
- régularité, sincérité,
- prudence,
- permanence des méthodes d'un exercice à l'autre.

La devise de référence de la comptabilité du portefeuille est en EURO.

La durée de l'exercice est de 12 mois.

Les comptes annuels sont établis sur la base de la dernière valeur liquidative de l'exercice.

Les comptes annuels certifiés de l'exercice précédent sont à disposition auprès de la société de gestion.

Règles d'évaluation des actifs

PORTEFEUILLE TITRES

La gestion comptable (incluant la valorisation du portefeuille du FCP) est assurée par CACEIS FUND ADMINISTRATION sur délégation de la société de gestion.

Le portefeuille du FCP est évalué lors de chaque valeur liquidative et à l'arrêté des comptes, en cours de clôture.

Les comptes annuels du FCP sont établis sur la base de la dernière valeur liquidative de l'exercice.

Le FCP s'est conformé aux règles et méthodes comptables prescrites par la réglementation en vigueur, et notamment au plan comptable des OPC qui au jour de l'édition du prospectus sont les suivantes :

Les actions

Les actions françaises sont évaluées sur la base du dernier cours inscrit à la cote s'il s'agit de valeurs admises sur un système à règlement différé ou sur un marché au comptant.

Les actions étrangères sont évaluées sur la base du dernier cours de la bourse de Paris lorsque ces valeurs sont cotées à Paris ou du dernier jour de leur marché principal converti en euro suivant le cours WMR de la devise au jour de l'évaluation.



5. Comptes de l'exercice

Les obligations

Les obligations sont valorisées sur la base d'une moyenne de cours contribués récupérés quotidiennement auprès des teneurs de marchés et converties si nécessaire en euro suivant le cours WMR de la devise au jour de l'évaluation.

La comptabilisation des intérêts sur obligations et titres de créances négociables est effectuée en revenus encaissés.

Les valeurs mobilières

Les valeurs mobilières dont le cours n'a pas été constaté le jour de l'évaluation ou dont le cours a été corrigé sont évaluées, sous la responsabilité de la société de gestion à leur valeur probable de négociation.

Pour les valeurs mobilières non cotées ou celles dont le cours n'a pas été coté le jour de l'évaluation, ainsi que pour les autres éléments du bilan, la société de gestion corrige leur évaluation en fonction des variations que les événements en cours rendent probables. Ces évaluations et leur justification sont communiquées au commissaire aux comptes à l'occasion de ses contrôles.

Les valeurs étrangères sont converties en contrevaletur en euros suivant le cours des devises WMR au jour de l'évaluation.

Les OPCVM, FIA ou fonds d'investissement

Les parts ou actions d'OPCVM, FIA ou fonds d'investissement sont évaluées à la dernière valeur liquidative connue. Les organismes de placement collectifs étrangers qui valorisent dans des délais incompatibles avec l'établissement de la valeur liquidative du FCP sont évalués sur la base d'estimations fournies par les administrateurs de ces organismes sous le contrôle et la responsabilité de la société de gestion.

Titres de créances négociables (« TCN »)

Les titres de créances négociables sont valorisés selon les règles suivantes :

- les BTAN et les BTF sont valorisés sur la base d'une moyenne de cours contribués récupérés auprès des teneurs de marchés,
- les titres de créances à taux variables non cotés sont valorisés au prix de revient corrigé des variations éventuelles du « spread » de crédit.
- les autres titres de créances négociables à taux fixe (certificats de dépôts, billets de trésorerie, bons des institutions financières ...) sont évalués sur la base du prix de marché.

En l'absence de prix de marché incontestable, les TCN sont valorisés par application d'une courbe de taux éventuellement corrigé d'une marge calculée en fonction des caractéristiques du titre (de l'émetteur) :

Toutefois les titres de créances négociables dont la durée de vie résiduelle est inférieure ou égale à 3 mois peuvent être évalués de façon linéaire.

La comptabilisation des intérêts sur obligations et titres de créances négociables est effectuée en revenus encaissés.

Les acquisitions et cessions temporaires de titres

Les contrats de cessions et d'acquisitions temporaires sur valeurs mobilières et opérations assimilables sont valorisés au cours du contrat ajusté des appels de marge éventuels (valorisation selon les conditions prévues au contrat).



5. Comptes de l'exercice

Pour les valeurs mobilières non cotées ou celles dont le cours n'a pas été coté le jour de l'évaluation, ainsi que pour les autres éléments du bilan, la société de gestion corrige leur évaluation en fonction des variations que les événements en cours rendent probables.

Certaines opérations à taux fixes dont la durée de vie est supérieure à trois mois peuvent faire l'objet d'une évaluation au prix du marché.

OPERATIONS A TERME FERMES ET CONDITIONNELLES

Les marchés à terme fermes et conditionnels organisés

Les produits dérivés listés sur un marché organisé sont évalués sur la base du cours de compensation.

Les swaps

Les « asset swaps » sont valorisés au prix de marché sur la base des « spreads » de crédit de l'émetteur indiqués par les teneurs de marché. En l'absence de teneur de marché, les « spreads » seront récupérés par tout moyen auprès des contributeurs disponibles.

Les « asset swaps » d'une durée inférieure ou égale à 3 mois peuvent être valorisés linéairement.

Les autres swaps sont valorisés au prix de marché à partir des courbes de taux observées.

Les instruments complexes comme les « CDS » ou les options complexes sont valorisés en fonction de leur type selon une méthode appropriée.

Les changes à terme

Ils peuvent être valorisés au cours des devises au jour de l'évaluation en tenant compte de l'amortissement du report/déport.

Ils peuvent être valorisés au prix de marché à partir des courbes de change à terme observées.

ENGAGEMENT HORS BILAN

Les engagements hors bilan sont évalués de la façon suivante :

A - Engagements sur marchés à terme fermes

1) Futures

Engagement = cours de compensation x nominal du contrat x quantités

A l'exception de l'engagement sur contrat EURIBOR négocié sur le MATIF qui est enregistré pour sa valeur nominale.



5. Comptes de l'exercice

2) Engagements sur contrats d'échange

• De taux

- contrats d'échange de taux

Adossés : ° Taux fixe/Taux variable

- évaluation de la jambe à taux fixe au prix du marché

° Taux variable/Taux fixe

- évaluation de la jambe à taux variable au prix du marché

Non adossés : ° Taux fixe/Taux variable

- évaluation de la jambe à taux fixe au prix du marché

° Taux variable/Taux fixe

- évaluation de la jambe à taux variable au prix du marché

• Autres contrats d'échange

Ils seront évalués à la valeur de marché.

B - Engagements sur marchés à terme conditionnels

Engagement = quantité x nominal du contrat (quotité) x cours du sous-jacent x delta.

DEVICES

Les cours étrangers sont convertis en *euro* selon le cours WMR de la devise au jour de l'évaluation.

INSTRUMENTS FINANCIERS NON COTES ET AUTRES TITRES

- Les instruments financiers dont le cours n'a pas été constaté le jour de l'évaluation sont évalués au dernier cours publié officiellement ou à leur valeur probable de négociation sous la responsabilité de la société de gestion.
- Les valeurs étrangères sont converties en contrevaletur en euros suivant le cours WMR des devises au jour de l'évaluation.
- Les instruments financiers non négociés sur un marché réglementé sont évalués sous la responsabilité de la société de gestion à leur valeur probable de négociation.
- Les autres instruments financiers sont valorisés à leur valeur de marché calculés par les contreparties sous le contrôle et la responsabilité de la société de gestion.

Les évaluations des instruments financiers non cotés et des autres titres visés dans ce paragraphe, ainsi que la justification de ces évaluations sont communiquées au commissaire aux comptes à l'occasion de ses contrôles.



5. Comptes de l'exercice

MECANISME D'AJUSTEMENT (« SWING PRICING ») DE LA VALEUR LIQUIDATIVE AVEC SEUIL DE DECLENCHEMENT (A COMPTER DU 27 JUILLET 2015)

En date du 27 juillet 2015, la société de gestion a mis en place une méthode d'ajustement de la valeur liquidative (VL) avec un seuil de déclenchement.

Ce mécanisme consiste à faire supporter aux investisseurs, qui souscrivent ou qui rachètent leurs parts, les frais liés aux transactions effectuées à l'actif du FCP en raison des mouvements (souscriptions/rachats) du passif du FCP. Ce mécanisme, encadré par une politique, a pour but de protéger les porteurs qui demeurent dans le FCP en leur faisant supporter le moins possible ces frais. Il a pour résultat de calculer une VL ajustée dite « swinguée ».

Ainsi, si, un jour de calcul de la VL, le total des ordres de souscription / rachats nets des investisseurs sur l'ensemble des catégories de parts du FCP dépasse un seuil préétabli déterminé, sur la base de critères objectifs par la société de gestion en pourcentage de l'actif net, la VL peut être ajustée à la hausse ou à la baisse, pour prendre en compte les coûts de réajustement imputables respectivement aux ordres de souscription / rachat nets. Si le FCP émet plusieurs catégories de parts, la VL de chaque catégorie de parts est calculée séparément mais tout ajustement a, en pourcentage, un impact identique sur l'ensemble des VL des catégories de parts du FCP.

Les paramètres de coûts de réajustement et de seuil de déclenchement sont déterminés par la société de gestion et revus périodiquement.

Ces coûts sont estimés par la société de gestion sur la base des frais de transaction, des fourchettes d'achat-vente ainsi que des taxes éventuelles applicables au FCP.

Il n'est pas possible de prédire avec exactitude s'il sera fait application du mécanisme d'ajustement à un moment donné dans le futur, ni la fréquence à laquelle la société de gestion effectuera de tels ajustements.

Les investisseurs sont informés que la volatilité de la VL du FCP peut ne pas refléter uniquement celle des titres détenus en portefeuille en raison de l'application du mécanisme d'ajustement.

La VL « swinguée » est la seule valeur liquidative du FCP et la seule communiquée aux porteurs de parts du FCP. Toutefois, en cas d'existence d'une commission de surperformance, celle-ci est calculée sur la VL avant application du mécanisme d'ajustement.

B - METHODES DE COMPTABILISATION

Les frais de négociation sont comptabilisés dans des comptes spécifiques du FCP et ne sont pas additionnés au prix.

Le PRMP (ou Prix de Revient Moyen Pondéré) est retenu comme méthode de liquidation des titres. En revanche pour les produits dérivés la méthode du FIFO (ou « First in/First out » ou « premier entré/premier sorti ») est utilisée.

La valeur liquidative précédant une période non ouvrée (week-end et jours fériés) tient compte des intérêts courus de cette période. Elle est datée du dernier jour de la période non ouvrée.



5. Comptes de l'exercice

Les entrées en portefeuille sont comptabilisées à leur prix d'acquisition frais exclus et les sorties à leur prix de cession frais exclus.

Frais de gestion

Ces frais recouvrent :

- Les frais de gestion financière ;
- Les frais administratifs externes à la société de gestion (commissaire aux comptes, dépositaire, distribution, avocats) ;
- Les frais indirects maximum (commissions et frais de gestion) dans le cas d'OPCVM investissant à plus de 20 % dans d'autres OPCVM, FIA ou fonds d'investissement de droit étranger ;
- Les commissions de mouvement ;
- Les commissions de surperformance.

Frais facturés à l'OPCVM	Assiette	Taux barème
Frais de gestion financière	Actif net	Parts SI (C) et I (C) : 0,30 % TTC Taux maximum
Frais administratifs externes à la société de gestion	Actif net	Parts N (C) : 0,35 % TTC Taux maximum
Commissions de mouvement	Prélèvement sur chaque	Néant
Commission de surperformance	Actif net	Néant

Affectation des sommes distribuables

Définition des sommes distribuables :

Les sommes distribuables sont constituées par :

Le résultat :

Le résultat net de l'exercice est égal au montant des intérêts, arrérages, primes et lots, dividendes, jetons de présence et tous autres produits relatifs aux titres constituant le portefeuille, majorés du produit des sommes momentanément disponibles et diminué du montant des frais de gestion et de la charge des emprunts.

Il est augmenté du report à nouveau et majoré ou diminué du solde du compte de régularisation des revenus.



5. Comptes de l'exercice

Les Plus et Moins-values :

Les plus-values réalisées, nettes de frais, diminuées des moins-values réalisées, nettes de frais, constatées au cours de l'exercice, augmentées des plus-values nettes de même nature constatées au cours d'exercices antérieurs n'ayant pas fait l'objet d'une distribution ou d'une capitalisation et diminuées ou augmentées du solde du compte de régularisation des plus-values.

Modalités d'affectation des sommes distribuables :

Part(s)	Affectation du résultat net	Affectation des plus ou moins-values nettes réalisées
Parts OSTRUM EURO ABS IG I (C)	Capitalisation	Capitalisation
Parts OSTRUM EURO ABS IG N (C)	Capitalisation	Capitalisation
Parts OSTRUM EURO ABS IG SI (C)	Capitalisation	Capitalisation



5. Comptes de l'exercice

■ 2. EVOLUTION DE L'ACTIF NET AU 31/03/2023 EN EUR

	31/03/2023	31/03/2022
ACTIF NET EN DÉBUT D'EXERCICE	186 378 243,41	131 477 407,11
Souscriptions (y compris les commissions de souscriptions acquises à l'OPC)	23 679 309,90	155 512 539,37
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'OPC)	-87 333 917,79	-99 671 018,10
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	207 571,74	147 269,77
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-810 619,71	-320 813,61
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	13 356,37	0,00
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	0,00	0,00
Frais de transactions	-402,04	-3 011,05
Différences de change	0,00	0,00
Variations de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	-472 265,37	-758 603,51
<i>Différence d'estimation exercice N</i>	-690 450,63	-218 185,26
<i>Différence d'estimation exercice N-1</i>	218 185,26	-540 418,25
Variations de la différence d'estimation des instruments financiers à terme	0,00	0,00
<i>Différence d'estimation exercice N</i>	0,00	0,00
<i>Différence d'estimation exercice N-1</i>	0,00	0,00
Distribution de l'exercice antérieur sur plus et moins-values nettes	0,00	0,00
Distribution de l'exercice antérieur sur résultat	0,00	0,00
Résultat net de l'exercice avant compte de régularisation	1 121 052,51	-5 526,57
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur plus et moins-values nettes	0,00	0,00
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur résultat	0,00	0,00
Autres éléments	-132,00 (*)	0,00
ACTIF NET EN FIN D'EXERCICE	122 782 197,02	186 378 243,41

(*) 31/03/2023 : Autres éléments : Frais de certification annuelle d'un LEI : -132,00€.



5. Comptes de l'exercice

■ 3. COMPLÉMENTS D'INFORMATION

■ 3.1. VENTILATION PAR NATURE JURIDIQUE OU ÉCONOMIQUE DES INSTRUMENTS FINANCIERS

	Montant	%
ACTIF		
OBLIGATIONS ET VALEURS ASSIMILÉES		
Mortgages négociés sur un marché réglementé ou assimilé	85 100 581,57	69,31
TOTAL OBLIGATIONS ET VALEURS ASSIMILÉES	85 100 581,57	69,31
TITRES DE CRÉANCES		
TOTAL TITRES DE CRÉANCES	0,00	0,00
PASSIF		
OPÉRATIONS DE CESSION SUR INSTRUMENTS FINANCIERS		
Autres OPC cotés	945,25	0,00
Mortgages négociés sur un marché réglementé ou assimilé	457,99	0,00
TOTAL OPÉRATIONS DE CESSION SUR INSTRUMENTS FINANCIERS	1 403,24	0,00
HORS-BILAN		
OPÉRATIONS DE COUVERTURE		
TOTAL OPÉRATIONS DE COUVERTURE	0,00	0,00
AUTRES OPÉRATIONS		
TOTAL AUTRES OPÉRATIONS	0,00	0,00

■ 3.2. VENTILATION PAR NATURE DE TAUX DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN

	Taux fixe	%	Taux variable	%	Taux révisable	%	Autres	%
ACTIF								
Dépôts	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligations et valeurs assimilées	0,00	0,00	0,00	0,00	85 100 581,57	69,31	0,00	0,00
Titres de créances	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6 063 606,44	4,94
PASSIF								
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
HORS-BILAN								
Opérations de couverture	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres opérations	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



5. Comptes de l'exercice

■ 3.3. VENTILATION PAR MATURITÉ RÉSIDUELLE DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN^(*)

	< 3 mois	%]3 mois - 1 an]	%]1 - 3 ans]	%]3 - 5 ans]	%	> 5 ans	%
ACTIF										
Dépôts	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligations et valeurs assimilées	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	85 100 581,57	69,31
Titres de créances	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes financiers	6 063 606,44	4,94	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PASSIF										
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
HORS-BILAN										
Opérations de couverture	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres opérations	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

(*) Les positions à terme de taux sont présentées en fonction de l'échéance du sous-jacent.

■ 3.4. VENTILATION PAR DEVISE DE COTATION OU D'ÉVALUATION DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN (HORS EUR)

	Devise 1		Devise 2		Devise 3		Devise N AUTRE(S)	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
ACTIF								
Dépôts	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Actions et valeurs assimilées	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligations et valeurs assimilées	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres de créances	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
OPC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Créances	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PASSIF								
Opérations de cession sur instruments financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Opérations temporaires sur titres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dettes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Comptes financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
HORS-BILAN								
Opérations de couverture	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres opérations	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



5. Comptes de l'exercice

■ 3.5. CRÉANCES ET DETTES : VENTILATION PAR NATURE

	Nature de débit/crédit	31/03/2023
CRÉANCES		
	Ventes à règlement différé	10 724 946,20
	Coupons et dividendes en espèces	383,49
TOTAL DES CRÉANCES		10 725 329,69
DETTES		
	Rachats à payer	4 997 523,18
	Frais de gestion fixe	21 504,38
TOTAL DES DETTES		5 019 027,56
TOTAL DETTES ET CRÉANCES		5 706 302,13

■ 3.6. CAPITAUX PROPRES

• 3.6.1. Nombre de titres émis ou rachetés

	En parts	En montant
Part OSTRUM EURO ABS IG I (C)		
Parts souscrites durant l'exercice	0,00	0,00
Parts rachetées durant l'exercice	-6 421,1365	-6 586 881,08
Solde net des souscriptions/rachats	-6 421,1365	-6 586 881,08
Nombre de parts en circulation à la fin de l'exercice	30 589,3152	
Part OSTRUM EURO ABS IG N (C)		
Parts souscrites durant l'exercice	0,00	0,00
Parts rachetées durant l'exercice	0,00	0,00
Solde net des souscriptions/rachats	0,00	0,00
Nombre de parts en circulation à la fin de l'exercice	352,3608	
Part OSTRUM EURO ABS IG SI (C)		
Parts souscrites durant l'exercice	189,0000	23 679 309,90
Parts rachetées durant l'exercice	-646,4956	-80 747 036,71
Solde net des souscriptions/rachats	-457,4956	-57 067 726,81
Nombre de parts en circulation à la fin de l'exercice	721,8852	



5. Comptes de l'exercice

• 3.6.2. Commissions de souscription et/ou rachat

	En montant
Part OSTRUM EURO ABS IG I (C)	
Total des commissions de souscription et/ou rachat acquises	0,00
Commissions de souscription acquises	0,00
Commissions de rachat acquises	0,00
Part OSTRUM EURO ABS IG N (C)	
Total des commissions de souscription et/ou rachat acquises	0,00
Commissions de souscription acquises	0,00
Commissions de rachat acquises	0,00
Part OSTRUM EURO ABS IG SI (C)	
Total des commissions de souscription et/ou rachat acquises	0,00
Commissions de souscription acquises	0,00
Commissions de rachat acquises	0,00



5. Comptes de l'exercice

■ 3.7. FRAIS DE GESTION

	31/03/2023
Parts OSTRUM EURO ABS IG I (C)	
Commissions de garantie	0,00
Frais de gestion fixes	98 948,65
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,27
Rétrocessions des frais de gestion	0,00
Parts OSTRUM EURO ABS IG N (C)	
Commissions de garantie	0,00
Frais de gestion fixes	120,88
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,35
Rétrocessions des frais de gestion	0,00
Parts OSTRUM EURO ABS IG SI (C)	
Commissions de garantie	0,00
Frais de gestion fixes	181 740,01
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,17
Rétrocessions des frais de gestion	0,00

■ 3.8. ENGAGEMENTS REÇUS ET DONNÉS

• 3.8.1. Garanties reçues par l'OPC :

Néant.

• 3.8.2. Autres engagements reçus et/ou donnés :

Néant.



5. Comptes de l'exercice

■ 3.9. AUTRES INFORMATIONS

• 3.9.1. Valeur actuelle des instruments financiers faisant l'objet d'une acquisition temporaire

	31/03/2023
Titres pris en pension livrée	0,00
Titres empruntés	0,00

• 3.9.2. Valeur actuelle des instruments financiers constitutifs de dépôts de garantie

	31/03/2023
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	0,00
Instruments financiers reçus en garantie et non-inscrits au bilan	0,00

• 3.9.3. Instruments financiers détenus, émis et/ou gérés par le Groupe

	Code ISIN	Libellé	31/03/2023
Actions			0,00
Obligations			0,00
TCN			0,00
OPC			11 659 159,82
	FR0010227512	OSTRUM EURO ABS OPPORTUNITIES S IC	9 598 382,82
	FR0010885236	OSTRUM SRI MONEY PLUS IC	2 060 777,00
Instruments financiers à terme			0,00
Total des titres du groupe			11 659 159,82



5. Comptes de l'exercice

■ 3.10. TABLEAU D'AFFECTION DES SOMMES DISTRIBUABLES

• Tableau d'affectation de la quote-part des sommes distribuables afférente au résultat

	31/03/2023	31/03/2022
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau	0,00	0,00
Résultat	1 049 885,29	-27 866,26
Acomptes versés sur résultat de l'exercice	0,00	0,00
Total	1 049 885,29	-27 866,26

	31/03/2023	31/03/2022
Part OSTRUM EURO ABS IG I (C)		
Affectation		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	246 195,22	-36 030,96
Total	246 195,22	-36 030,96

	31/03/2023	31/03/2022
Part OSTRUM EURO ABS IG N (C)		
Affectation		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	245,46	-68,77
Total	245,46	-68,77

	31/03/2023	31/03/2022
Part OSTRUM EURO ABS IG SI (C)		
Affectation		
Distribution	0,00	0,00
Report à nouveau de l'exercice	0,00	0,00
Capitalisation	803 444,61	8 233,47
Total	803 444,61	8 233,47



5. Comptes de l'exercice

• Tableau d'affectation de la quote-part des sommes distribuables afférente aux plus et moins-values nettes

	31/03/2023	31/03/2022
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées	0,00	0,00
Plus et moins-values nettes de l'exercice	-476 668,90	-188 545,08
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice	0,00	0,00
Total	-476 668,90	-188 545,08

	31/03/2023	31/03/2022
Part OSTRUM EURO ABS IG I (C)		
Affectation		
Distribution	0,00	0,00
Plus et moins-values nettes non distribuées	0,00	0,00
Capitalisation	-122 317,78	-38 417,22
Total	-122 317,78	-38 417,22

	31/03/2023	31/03/2022
Part OSTRUM EURO ABS IG N (C)		
Affectation		
Distribution	0,00	0,00
Plus et moins-values nettes non distribuées	0,00	0,00
Capitalisation	-136,13	-35,33
Total	-136,13	-35,33

	31/03/2023	31/03/2022
Part OSTRUM EURO ABS IG SI (C)		
Affectation		
Distribution	0,00	0,00
Plus et moins-values nettes non distribuées	0,00	0,00
Capitalisation	-354 214,99	-150 092,53
Total	-354 214,99	-150 092,53



5. Comptes de l'exercice

■ 3.11. TABLEAU DES RÉSULTATS ET AUTRES ÉLÉMENTS CARACTÉRISTIQUES DE L'ENTITÉ AU COURS DES CINQ DERNIERS EXERCICES

	29/03/2019	31/03/2020	31/03/2021	31/03/2022	31/03/2023
Actif net Global en EUR	340 563 883,68	190 942 432,97	131 477 407,11	186 378 243,41	122 782 197,02
Part OSTRUM EURO ABS IG I (C) en EUR					
Actif net	54 623 921,11	20 499 304,68	14 760 181,08	37 962 024,87	31 493 317,58
Nombre de titres	53 184,9707	20 148,0472	14 315,3896	37 010,4517	30 589,3152
Valeur liquidative unitaire	1 027,05	1 017,43	1 031,07	1 025,71	1 029,55
Capitalisation unitaire sur +/- values nettes	-3,87	-7,02	-1,27	-1,03	-3,99
Capitalisation unitaire sur résultat	0,77	0,90	-0,08	-0,97	8,04
Part OSTRUM EURO ABS IG N (C) en EUR					
Actif net	583 995,09	1 617 982,64	35 140,31	34 922,25	35 024,42
Nombre de titres	5 864,9968	16 420,9280	352,3608	352,3608	352,3608
Valeur liquidative unitaire	99,57	98,53	99,72	99,10	99,39
Capitalisation unitaire sur +/- values nettes	-0,35	-0,68	-0,12	-0,10	-0,38
Capitalisation unitaire sur résultat	0,00	-0,01	-0,10	-0,19	0,69
Part OSTRUM EURO ABS IG SI (C) en EUR					
Actif net	285 355 967,48	168 825 145,65	116 682 085,72	148 381 296,29	91 253 855,02
Nombre de titres	2 272,0258	1 355,5258	923,5308	1 179,3808	721,8852
Valeur liquidative unitaire	125 595,39	124 545,87	126 343,46	125 812,88	126 410,48
Capitalisation unitaire sur +/- values nettes	-474,12	-860,39	-155,67	-127,26	-490,68
Capitalisation unitaire sur résultat	220,81	237,61	115,06	6,98	1 112,98



5. Comptes de l'exercice

■ 3.12. INVENTAIRE DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS EN EUR

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
Obligations et valeurs assimilées				
Obligations et valeurs assimilées négociées sur un marché réglementé ou assimilé				
ESPAGNE				
AUTONORIA SPAIN 2021 FT E1R+0.65% 31-01-39	EUR	1 500 000	1 127 290,13	0,92
FONDO DE TITULIZACION RMBS PRADO VI E3R+0.0% 15-03-55	EUR	3 000 000	1 735 813,24	1,41
FTA SANTANDER CONSUMER SPAIN AUTO 20211 E3R+0.7% 22-06-35	EUR	2 000 000	1 811 953,89	1,48
FTA SANTANDER CONSUMO 4 E3R+0.7% 18-09-32	EUR	4 500 000	2 689 176,56	2,19
FT RMBS PRADO 8 E3R+0.7% 15-03-55	EUR	3 300 000	2 551 380,58	2,08
FT RMBS PRADO VII E3R+0.7% 15-09-55	EUR	2 000 000	1 441 512,12	1,17
FT SANTANDER CONSUMER SPAIN AUTO 20201 E3R+0.7% 20-03-33	EUR	2 800 000	1 202 837,49	0,98
SABADELL CONSUMO 1 FDT E3R+0.41% 24-03-31	EUR	2 500 000	408 214,26	0,33
TOTAL ESPAGNE			12 968 178,27	10,56
FRANCE				
BPCE HOME LOANS 2021 G E3R+0.7% 31-10-55	EUR	2 000 000	1 672 196,59	1,36
CARS ALLIANCE AUTO LOANS GERM V 20231 E1R 18-03-35	EUR	2 000 000	2 000 837,49	1,63
TOTAL FRANCE			3 673 034,08	2,99
IRLANDE				
BLACKROCK EUROPEAN CLO XIII DAC E3R+1.15% 20-10-34	EUR	1 500 000	1 457 985,00	1,19
CITIZEN IRISH AUTO RECEIV TRUST 2020 E1R+0.82% 15-12-29	EUR	950 000	393 502,99	0,32
CVC CORDALUS LOAN FUND XVII DAC E3R+0.94% 18-11-33	EUR	400 000	389 258,16	0,32
DILOSK RMBS NO 5 DAC E3R+0.7% 20-12-60	EUR	2 696 000	2 364 898,31	1,93
FINANCE IRELAND RMBS NO 3 DAC E3R+0.75% 24-06-61	EUR	2 000 000	1 600 181,31	1,30
FINANCE IRELAND RMBS NO 4 DAC E3R+0.75% 24-12-61	EUR	2 400 000	2 169 609,29	1,76
FORTUNA CONSUMER LOAN ABS 20231 DAC E1R+0.8% 18-04-33	EUR	1 200 000	1 202 679,37	0,98
HARVEST CLO XII E3R+0.87% 18-11-30	EUR	4 052 000	3 760 015,56	3,07
NORTH WESTERLY VII ESG CLO DAC E3R+0.84% 15-05-34	EUR	1 750 000	1 700 598,28	1,38
OAK HILL EUROPEAN CREDIT PARTNERS IV DES E3R+0.73% 20-01-32	EUR	750 000	694 006,12	0,57
PURPLE FINANCE CLO 2 DAC E3R+1.0% 20-04-32	EUR	1 000 000	988 898,33	0,80
STRANDHILL RMBS DAC E3R+0.65% 30-01-65	EUR	3 000 000	530 398,80	0,43
TOTAL IRLANDE			17 252 031,52	14,05
ITALIE				
ASSETBACKED EUROPEAN SECU TRANS 7 SA E1R+0.7% 15-04-32	EUR	2 000 000	529 849,10	0,43
AUTOFLORENCE 2 SRL E1R+0.7% 21-12-44	EUR	1 800 000	1 509 942,83	1,23
AUTOFLORENCE E1R+0.75% 30-04-34	EUR	2 500 000	558 974,98	0,45
BRIGNOLE CO 2021 SRL E1R+0.75% 24-07-36	EUR	1 800 000	1 677 265,76	1,37
KOROMO ITALY SRL E1R+0.8% 26-02-35	EUR	3 400 000	3 406 590,31	2,78
POPOLARE BARI RMBS SRL E3R+0.4% 30-04-58	EUR	7 000 000	1 577 221,19	1,28
QUARZO SRL E3R+0.7% 15-11-38	EUR	1 500 000	1 501 554,65	1,22
RED BLACK AUTO ITALY SRL E1R+0.7% 28-12-31	EUR	2 000 000	987 957,34	0,81
TOTAL ITALIE			11 749 356,16	9,57



5. Comptes de l'exercice

■ 3.12. INVENTAIRE DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS EN EUR

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
LUXEMBOURG				
CARTESIAN RESIDENTIAL MORTGAGE E3R+0.52% 18-07-44	EUR	1 600 000	832 115,45	0,68
CARTESIAN RESIDENTIAL MORTGAGES 6 E3R+0.65% 25-11-56	EUR	4 500 000	4 113 410,73	3,35
COMPARTMENT VCL 38 E1R+0.43% 21-01-29	EUR	1 900 000	1 901 209,58	1,55
MIRAVET SARL COMPARTMENT 20201 E3R+0.85% 26-05-65	EUR	2 000 000	1 412 826,46	1,15
MIRAVET SA RL E3R+0.75% 26-05-65	EUR	1 000 000	630 651,96	0,51
PRIMROSE RESIDENTIAL 20211 DAC E1R+0.75% 24-03-61	EUR	2 800 000	2 258 171,88	1,84
TOTAL LUXEMBOURG			11 148 386,06	9,08
PAYS-BAS				
BABSON EURO CLO E3R+0.88% 25-11-29	EUR	3 000 000	1 320 398,78	1,08
DOMI 191 E3R+0.85% 15-06-51	EUR	3 000 000	765 334,50	0,62
DOMI 20201 A MTGE E3R+0.8% 15-04-52	EUR	2 500 000	1 016 869,23	0,83
DOMI 20211 BV E3R+0.63% 15-06-53	EUR	4 400 000	2 982 894,96	2,43
DUTCH PROPERTY FINANCE 20191 BV E3R+0.75% 28-10-52	EUR	5 000 000	899 291,45	0,73
DUTCH PROPERTY FINANCE 20201 E3R+0.65% 28-07-54	EUR	4 000 000	2 102 082,17	1,71
DUTCH PROPERTY FINANCE E3R+0.75% 28-10-59	EUR	3 000 000	2 800 513,14	2,28
GREEN APPLE 2021I BV E3R+0.7% 17-01-60	EUR	2 000 000	1 671 464,45	1,36
GREEN STORM 2021 BV E3R+0.75% 22-02-68	EUR	1 400 000	1 416 893,74	1,16
GREEN STORM 2023 BV E3R+0.38% 22-02-70	EUR	1 600 000	1 596 755,79	1,30
SAECURE 20 BV E3R+0.7% 28-04-93	EUR	1 000 000	795 531,34	0,65
TIKEHAU E3R+0.87% 04-08-34	EUR	2 300 000	2 263 258,78	1,84
TULPENHUIS 20191 A MTGE E3R+0.65% 18-10-56	EUR	1 500 000	1 051 556,95	0,86
TOTAL PAYS-BAS			20 682 845,28	16,85
PORTUGAL				
ARES LUSITANISTC SAPELICAN FINANCE 2 E1R+0.7% 25-01-35	EUR	3 000 000	1 916 540,49	1,57
SAGRES SOCIEDAD DE TITULIZACAO NO2 E1R+0.7% 23-09-38	EUR	1 800 000	1 552 567,82	1,26
TOTAL PORTUGAL			3 469 108,31	2,83
ROYAUME-UNI				
RESLOC UK 20071 PLC E3R+0.16% 15-12-43	EUR	8 000 000	2 051 877,93	1,67
TOTAL ROYAUME-UNI			2 051 877,93	1,67
SUISSE				
TREVA E1R+0.7% 27-07-34	EUR	5 000 000	2 105 763,96	1,71
TOTAL SUISSE			2 105 763,96	1,71
TOTAL Obligations et valeurs assimilées négociées sur un marché réglementé ou assimilé			85 100 581,57	69,31
TOTAL Obligations et valeurs assimilées			85 100 581,57	69,31
Organismes de placement collectif				
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays				
FRANCE				
OSTRUM EURO ABS OPPORTUNITIES S IC	EUR	78	9 598 382,82	7,82
OSTRUM SRI MONEY PLUS IC	EUR	20	2 060 777,00	1,68
TOTAL FRANCE			11 659 159,82	9,50



5. Comptes de l'exercice

■ 3.12. INVENTAIRE DÉTAILLÉ DES INSTRUMENTS FINANCIERS EN EUR

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
TOTAL OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays			11 659 159,82	9,50
Fonds professionnels à vocation générale et équival. d'autres Etats membres UE et organismes de titrisation cotés				
FRANCE				
ACAHB 2020-1 A	EUR	5	504 560,85	0,41
AUTO ABS FRENCH LEASES 2021 FCT E1R+0.7% 29-06-33	EUR	3 000 000	2 177 088,25	1,77
FCT CASA HABITAT E3R+0.75% 27-07-57	EUR	20	2 010 130,47	1,64
FCT PIXEL 2021 E3R+0.7% 25-02-38	EUR	2 000 000	1 761 755,83	1,43
GINKGO AUTO LOANS 2022 E1R 0.7 25-07-43	EUR	1 200 000	1 202 895,51	0,98
HARMONY FRENCH HOME LOAN E3R+0.7% 27-11-62	EUR	4 500 000	2 513 159,75	2,05
HFHL 2021-1 A	EUR	5 500 000	4 084 359,64	3,33
TOTAL FRANCE			14 253 950,30	11,61
TOTAL Fonds professionnels à vocation générale et équival. d'autres Etats membres UE et organismes de titrisation cotés			14 253 950,30	11,61
TOTAL Organismes de placement collectif			25 913 110,12	21,11
Opérations de cessions sur instruments financiers				
Obligations et valeurs assimilées négociées sur un marché réglementé ou assimilé				
MAGOI 2019 BV E1R+0.6% 27-07-39	EUR	0,00	-457,99	0,00
TOTAL Obligations et valeurs assimilées négociées sur un marché réglementé ou assimilé			-457,99	0,00
Autres OPC cotés				
NORIA 2021 E1R+0.7% 25-10-49	EUR	0,00	-945,25	0,00
TOTAL Autres OPC cotés			-945,25	0,00
TOTAL Opérations de cessions sur instruments financiers			-1 403,24	-0,01
Créances			10 725 329,69	8,74
Dettes			-5 019 027,56	-4,09
Comptes financiers			6 063 606,44	4,94
Actif net			122 782 197,02	100,00



NATIXIS INVESTMENT MANAGERS INTERNATIONAL

43, avenue Pierre Mendès-France - CS 41432 - 75648 Paris cedex 13 France - Tél. : 01 78 40 80 00
Société anonyme au capital de 51 371 060,28 euros
329 450 738 RCS Paris - APE 6630Z - TVA : FR 203 294 507 38