

IDEAS FIXED INCOME /// JANVIER 2017

2016 : l'année du risque politique

ELEMENTS CLES

- Baisse généralisée des actifs risqués (actions, crédit, émergents) au 1T16 alors que la croissance chinoise inquiète et les matières premières dégringolent
- La Fed reporte toute hausse à la fin de l'année
- La politique (Brexit, Rouseff, Trump, le référendum italien) aura rythmé tout au long de l'année
- La BCE étend le QE au crédit et augmente la taille de ses interventions à partir de mars. La BoE reprend le QE après le Brexit en incluant la dette privée
- Les performances obligataires de 2016 se situent autour de 3.5% pour un investisseur basé en zone euro

L'année 2016 aura été pleine de surprises. La politique a été déterminante après la dissipation des craintes concernant la Chine et le plongeon initial du prix du pétrole. La chute de l'or noir et le risque accru de dévaluation du Renminbi en janvier-février ont déclenché des ventes massives sur les marchés du crédit et autres actifs risqués. Le Brexit, la destitution de Rouseff, l'élection de Trump et la démission de Renzi ont marqué des tournants sur les marchés, avec parfois des réactions contre-intuitives. Les devises et les marchés de taux ont connu de fortes variations en réponse au résultat des votes.

Les Banques Centrales ont poussé l'assouplissement monétaire à sa limite pratique, du moins dans la zone euro. Le consensus favorable, désormais, à une politique budgétaire plus active témoigne du manque de moyen d'assouplir davantage la politique monétaire.

Correction forte au 1T16 & innovations monétaires

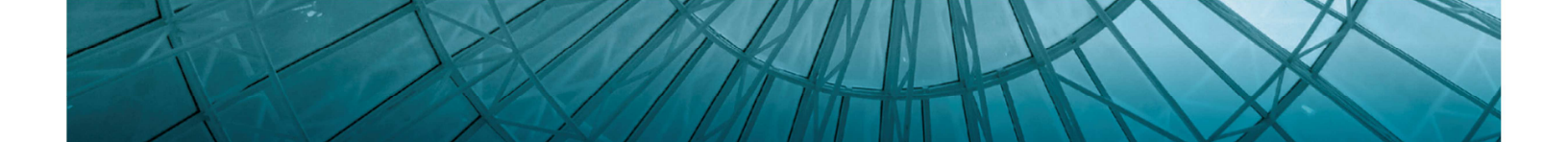
- **La Chine déstabilise les marchés**

L'année 2016 a débuté avec de fortes variations baissières sur les actifs risqués. La dévaluation surprise de la devise chinoise en août 2015 n'a pas permis de réduire les sorties de capitaux privés. En réalité, ces sorties de capitaux accéléraient encore à 170mds \$ en décembre 2015 pesant sur le taux de change du renminbi. Naturellement, les intervenants de marché

commençaient à intégrer la possibilité que la PBoC capitule et décide de dévaluer de nouveau. Au lieu de cela, les autorités chinoises réaffirmaient leur volonté de rendre plus flexible leur régime de change en arrimant le renminbi à un panier de devises en fonction de leurs poids dans les échanges commerciaux. Les sorties de capitaux se sont finalement atténuées mais les racines du problème demeurent. Le modèle de croissance de la Chine a atteint ses limites. L'investissement en infrastructure pour soutenir le secteur manufacturier tourné vers l'exportation induit une accumulation excessive de capital. L'excédent de capital devra être réduit jusqu'à la normalisation de son rendement marginal. Un rééquilibrage favorable à une plus grande partie de la valeur ajoutée issue des services constitue un processus au long cours. Les sorties de capitaux sont donc principalement liées au manque d'opportunités de croissance interne. Le ralentissement chinois a pour contrepartie une augmentation sensible des fusions et acquisitions transfrontalières et des remboursements de dettes en monnaies étrangères par les emprunteurs chinois.

- **Politique et économie des marchés du pétrole**

Les intervenants revoyant leurs anticipations de croissance, les prix du pétrole ont plongé dans les deux premiers mois de l'année. L'excédent de production de 2mbpj qui prévalait à l'époque constituait la raison principale de la chute des prix. La stratégie de l'OPEP s'était retournée contre elle. La réduction rapide des capacités de production ont provoqué une forte augmentation de la productivité



du secteur du pétrole de schiste aux États-Unis, déplaçant ainsi vers l'ouest le pouvoir de marché. Les États-Unis sont désormais le producteur de pétrole marginal. L'OPEP et les producteurs liés à la Russie n'ont eu d'autres choix que de s'accorder sur une baisse de la production significative à partir de 2017.

Avec la baisse rapide de ses réserves de change, il était clair que l'Arabie Saoudite ne pourrait s'accommoder longtemps de prix du pétrole trop faibles. En septembre 2016, les réserves du Royaume avaient diminué de quelque 200mds \$ depuis leur sommet. Sur le plan interne, les déficits publics se sont envolés mais la politique de change fixe a été maintenue. L'Arabie Saoudite a levé de la dette en dollars pour la première fois. La Russie a maintenu sa stratégie de change faible, accusant les sanctions internationales d'avoir causé la chute de la demande interne. Le financement des déficits repose principalement sur des banques locales, ce qui finalement soutient les spreads de crédit externes.

● **Fed et conditions financières aux États-Unis**

La correction du premier trimestre s'est propagée sur l'ensemble des marchés mondiaux. La guerre des monnaies qui avait marqué l'année 2015 était encore présente dans les esprits et les intervenants estimaient possible une nouvelle dévaluation de la devise chinoise. Les prix de l'or noir avaient baissé de 37\$ le baril à 26\$ fin janvier puis de nouveau en février, soit le niveau qui prévalait en 2003. La liquidation de positions risquées via les contrats à terme avait évidemment accentué la baisse du pétrole. Les marchés d'actions ont opéré le même double plongeon. Les fonds souverains et les comptes de gestions des réserves de change des pays producteurs de pétrole vendaient massivement des actions et des titres de crédit. Les obligations sans risque telles que les *Treasuries* étaient en forte demande. Le rendement du 10 ans américain tombait alors à 1,70%. Les points morts d'inflation à 10 ans marquaient également un point bas à 1,20% en février. La chute des anticipations d'inflation du marché donnait un argument pour la Fed pour abaisser fortement, en mars, les 'dots', soit la trajectoire prévue des Fed Funds. Même si les variations du pétrole ont peu d'effet sur le niveau général des prix à long terme, les flux de fuite vers la qualité ont compressé massivement les points morts dérivés des TIPS.

Le second argument retenu par la Fed était l'effet de cet épisode de volatilité sur les conditions financières dans l'économie américaine. La Fed craignait que le durcissement des conditions financières freine la croissance. L'investissement dans le secteur pétrolier et la moindre accumulation de stocks ont de fait pesé sur l'activité au premier trimestre. Cependant, il apparaissait clairement que le ralentissement n'était pas diffus dans l'économie. Alors que le secteur officiel vendait leurs avoirs américains, le

secteur privé non-résident restait à l'achat sur la dette américaine, notamment les *Treasuries*, le crédit et les dettes d'agence. Les obligations bien notées ont rapidement rebondi. Dans le segment du *high yield*, fortement pondéré en pétrole, les spreads ajustés des options se sont échangés à hauteur de 839pdb contre *Treasuries* en février. Le taux de défaut sur 12 mois sur les obligations américaines notées en catégorie spéculative était en hausse à 5,6% en novembre 2016 à partir de moins de 3% un an auparavant.

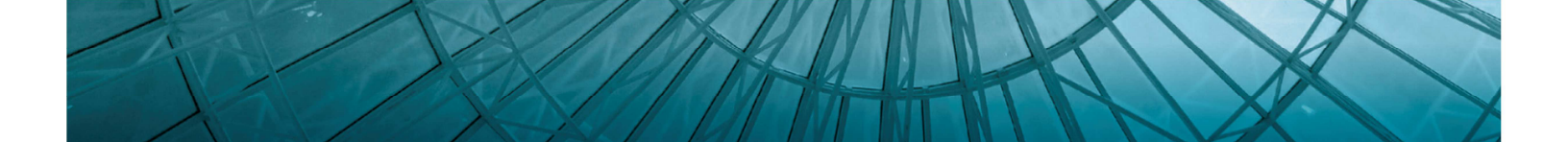
● **La politique monétaire poussée à ses limites**

En zone euro, alors que l'inflation replongeait en territoire négatif en février, la BCE décidait d'augmenter son programme d'achat d'actifs. En fait, l'allemand Jens Weidmann et d'autres faucons n'avaient pas de droits de vote lors de la réunion de mars. Les colombes de la BCE avaient alors toute latitude pour assouplir encore la politique monétaire. Les banquiers centraux augmentèrent de 20mds € le montant mensuel des achats (à un total de 80mds €) tout en abaissant le taux de dépôt à -0.40%. Cet assouplissement allait au-delà des anticipations. L'inflation négative jusqu'au printemps était largement anticipée car due essentiellement aux effets de base du pétrole. Ainsi, la décision ne pouvait pas être motivée par l'inflation. La BCE voulait sans doute affaiblir l'euro afin d'isoler la zone euro des développements extérieurs. Cependant, une semaine plus tard, la Fed abaissera les 'dots' laissant le taux de change euro-dollar quasiment inchangé jusqu'en septembre.

Mais il y avait plus. Mario Draghi annonçait en amr que les obligations privées seraient éligible au programme d'achat. Le lancement du CSPP a été suivi d'une controverse. Il est inhabituel pour une banque centrale de s'exposer au crédit privé non-bancaire. Il n'y avait aucun signe de rationnement du crédit bancaire. Les taux d'intérêt étaient sans doute déjà trop bas de sorte que les investisseurs européens étaient de gros acheteurs de crédit américains. La liquidité du marché étant mauvaise, les achats de la BCE ne ferait qu'aggraver la situation. En outre, l'annonce du CSPP a engendré une anticipation des flux avant le début effectif des interventions de la BCE trois mois plus tard.

La BCE n'aura pas été la seule à s'aventurer sur le marché du crédit. En août, la BoE lançait un programme d'achat de dettes privées de 10mds £ sur 18 mois en supplément des 60mds £ de Gilts prévus sur 6 mois pour réduire les conséquences potentiellement négatives du Brexit sur l'économie britannique.

Au Japon, les taux négatifs et l'assouplissement quantitatif n'ont pas permis d'affaiblir le yen. Les Banquiers Centraux japonais ont jeté l'éponge sur leur stratégie d'expansion effrénée du bilan. La BoJ a opté pour une stratégie de ciblage des rendements à long terme. Il s'agit de mettre un plafond sur les rendements afin de maintenir le rendement à 10 ans autour de 0%. La contrepartie du ciblage est une plus faible augmentation du bilan de la BoJ. Les Banques Centrales scandinaves ont également



assoupli leur politique afin de redresser l'inflation. En Suède, la Riksbank amplifie son soutien monétaire (QE et taux négatifs). Cette politique à courte vue pour importer de l'inflation n'a fait qu'amplifier les déséquilibres internes. La dette des ménages suédois apparaît désormais insoutenable.

La politique au cœur des dynamiques de marché

• Le triomphe des populismes

En 2016, une fois dissipées les craintes liées au cycle chinois, la croissance et, à un degré moindre, les anticipations d'inflation sont devenues secondaires. La politique est apparue au premier plan des préoccupations des intervenants en Europe, en Amérique Latine et finalement aux États-Unis.

En Europe, la promesse de campagne de David Cameron d'organiser un référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union Européenne constitue l'un des événements politiques les plus importants des dix dernières années. Le résultat du scrutin du 23 juin a montré une claire majorité en faveur d'une sortie du RU de l'UE. Cette décision a pris les marchés par surprise et induit de fortes baisses des taux sans risque et la livre. Il est difficile d'identifier un pays ayant davantage bénéficié que le Royaume-Uni de l'immigration (majoritairement qualifiée et européenne) de son accès au marché commun européen. La requête formelle de retrait de l'Union ne sera effectuée qu'en mars 2017. Deux ans de négociations suivront avant la sortie effective du RU. On ne peut exclure que cela prenne beaucoup plus de temps compte tenu du fait que les négociations commerciales peuvent prendre jusqu'à 10 ans. Quoi qu'il en soit, la sortie de l'UE initie une période prolongée d'incertitude politique et économique. Le vote, en pleine crise migratoire, s'est focalisé sur le contrôle des frontières. Cela dit, l'accès au marché commun est indissociable de la libre circulation des travailleurs. Sur le plan économique, le Royaume-Uni a un déficit courant important (5-6pp de PIB), principalement vis-à-vis des pays européens. L'accès au marché européen est crucial pour assurer la poursuite des investissements directs européens vers l'économie britannique. Dans le secteur financier, le passeport autorisant les entreprises basées au RU à exporter leurs services pourrait être remis en cause. Par exemple, les activités de *market-making* sur la dette souveraine européenne doivent être effectuées depuis un pays de l'UE.

Dans la zone euro, un blocage politique a été enlevé avec la formation d'un gouvernement de centre-droit mené par le PP en Espagne après des mois de paralysie et de nouvelles élections sans issue. Les présidentielles en Autriche ont été tenues en décembre, pour la seconde fois en un an après des irrégularités lors du premier scrutin. L'écologiste Alexander Van Der Bellen l'a emporté devant le candidat d'extrême-droite Norbert Hofer. En Italie, Matteo Renzi a appelé

un référendum portant sur une réforme constitutionnelle associée à Italicum, la nouvelle loi électorale. La réforme permettait d'en finir avec le système politique bicaméral, cause de l'instabilité gouvernementale chronique dans le pays. Les italiens ont fortement rejeté la réforme. Matteo Renzi a démissionné au lendemain des résultats.

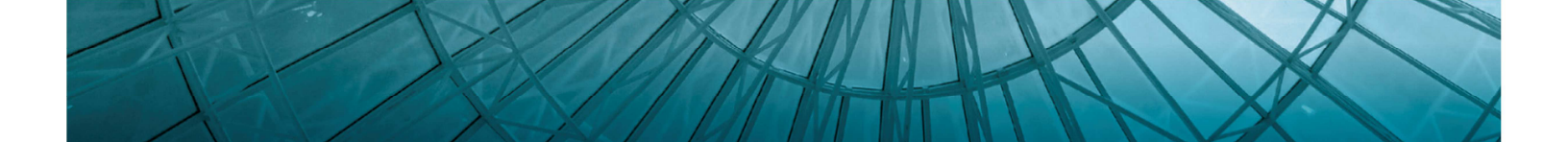
L'élection de Donald Trump en tant que Président des États-Unis constitue un choc politique immense. Le 8 novembre, Donald Trump a gagné la Présidentielle malgré un déficit de 2,8mn de voix sur le plan national. La prochaine Administration pourrait vouloir réduire l'immigration et se retirer de traités commerciaux, dont l'ALENA. La politique étrangère devrait s'infléchir avec un rapprochement probable avec la Russie. Ce changement serait défavorable à la Chine. Des tarifs douaniers pourraient frapper les importations de Chine ou du Mexique. En outre, l'accord de partenariat Trans-pacifique (TPPA) impliquant 12 pays ne pourraient ne jamais être ratifié par les États-Unis. De fait, l'Administration Trump sera synonyme de protectionnisme et de moindre protection de l'environnement. Cela ne serait pas favorable au commerce mondial et à l'inflation. Les baisses d'impôt sur les sociétés et les dépenses d'infrastructure augmenteront les déficits publics.

Les marchés d'Amérique Latine ont également subi l'influence des politiques. Le Brésil a destitué sa Présidente Dilma Rousseff alors que le pays enregistrait sa plus longue récession sur fond de tensions sociales. Les déséquilibres externes et l'inflation élevée continuent de peser sur l'activité. La baisse des matières premières n'a pas aidé. Cependant, les limites imposées sur les dépenses publiques ont restauré une certaine confiance dans le crédit brésilien. L'action de la Banque Centrale et l'amélioration du sentiment des investisseurs ont permis de stabiliser le réal. L'élection de Mauricio Macri a marqué un changement dans la politique argentine et les relations du pays avec ses crédettes étrangers. L'Argentine a fait son retour sur les marchés internationaux après une absence de plus de dix ans. Ce retour a été couronné de succès. La dette contractée servira à rembourser les détenteurs de papier en défaut depuis plus dix et permettra de financer des investissements en infrastructure.

Environnement de marché en 2016

Dans cette section, nous passons l'année en revue du point de vue des marchés financiers. Pour un investisseur basé en zone euro, les rendements totaux par classe d'actifs se sont échelonnés entre -0,7% sur les obligations convertibles et 8,3% sur la dette émergente couverte en euros. Le *high yield* dégage une performance de 6,5% surperformant ainsi le crédit IG (4,7%) ou la dette souveraine dont la performance totale est proche de 3,3% en 2016.

Comme indiqué plus avant, les tendances sur les marchés de taux ont évolué principalement en fonction des événements politiques. En début d'année, les rendements américains ont baissé rapidement en réponse à la faiblesse de la croissance chinoise et pour des raisons de positionnement fin 2015. Les banquiers centraux ont ensuite réduit



leurs projections de taux en mars tablant sur une à deux hausses de taux en 2016 au lieu de quatre en début d'année. La baisse des 'dots' constitue un signal d'assouplissement réduisant la volatilité des marchés de taux. L'indice MOVE qui reflète la volatilité implicite des contrats à terme sur les *Treasuries* a commencé à baisser en mars avant de trouver un point bas en octobre. La tendance ne s'est interrompue qu'au moment du Brexit avec une soudaine hausse de la volatilité et un *rally* des taux portant le 10 ans à 1,38%. La faible volatilité a favorisé les stratégies de portage. L'aplatissement baissier faisait consensus sur le marché américain jusque fin août. De fait, la prime de terme sur le 10 ans (zéro-coupon) se situait alors à -70pdb selon les estimations de la Fed de New York. Les primes de terme négatives reflètent la complaisance des intervenants sur les marchés obligataires. Cet excès d'optimisme trouve sa source dans la 'prudence' de la Fed malgré un marché du travail en constante amélioration et une accélération des salaires. L'inflation faible provient essentiellement de la diminution passée des prix du pétrole et des importations alors que les coûts unitaires montraient des pressions sur les coûts internes. Cette incohérence a sans doute favorisé le revirement ultérieur du marché au quatrième trimestre. La campagne Présidentielle américaine a été délétère tout au long de l'été. L'élection de Donald Trump a fait figure de catalyseur pour une réévaluation des prix des obligations. Les rendements ont bondi de 1,5-1,6% en moyenne au cours de l'été à 2,5% environ en fin d'année. Les velléités protectionnistes supposées de la nouvelle Administration et la possibilité d'un dérapage budgétaire justifiaient le déboucement des positions acheteuses et d'aplatissement maintenues malgré la hausse des actions et la réduction des primes de crédit, dans le segment du *high yield* comme celui de l'*investment grade*. Le Krach a comblé cette incohérence. Après un *rally* jusqu'au Brexit, le 10 ans américain est remonté jusqu'en fin d'année terminant ainsi l'année quelque 20pdb au-dessus des niveaux de fin 2015.

En zone euro, les taux allemands se sont effondrés sur toute la courbe, avec une surperformance des rendements à 30 ans. Les taux bas sont en contradiction avec la stabilité de la croissance et la remontée progressive de l'inflation au second semestre à partir, il est vrai, de niveaux très faibles. La politique de la BCE a été le principal moteur des marchés. L'interdiction des achats de titres sous le taux de dépôt a induit une forte pression baissière sur les rendements à long terme. En outre, l'Allemagne ayant un surplus budgétaire, la Bundesbank a acheté des quantités d'obligations très importantes dans un marché en contraction constante. En fin d'année, le 2 ans cotait -0,78% et le 10 ans se situait autour de 0,20% après s'être échangé en territoire négatif (-0,21%) en milieu d'année. Les anticipations de changement de paramétrage du PSPP avaient aussi initié une repentification de la courbe allemande dès la fin

de l'été. Le *spread* français s'est dégradé avec la montée des populismes en Europe et aux États-Unis. L'OAT a ainsi terminé l'année quelque 10pdb plus large qu'en fin 2015. Avec le recul, la surexposition consensuelle en dettes périphériques en début d'année a sans doute limité la performance de ces marchés. Par ailleurs, la politique italienne aura eu un fort impact sur les BTPs en amont du référendum de décembre. Les *spreads* italiens se sont élargis jusqu'à près de 200pdb fin novembre. Parallèlement, le manque de capital des institutions bancaires italiennes nécessitera une aide publique dont les contours n'étaient pas arrêtés en fin d'année. Il est important de noter que sur ces deux marchés, des contrats à terme liquides facilitent la mise en œuvre de positions vendeuses en cas de stress financier. Cela a probablement accentué la pression à l'écartement. L'Espagne a en revanche surperformé après la constitution d'un gouvernement après plusieurs mois de blocage. Le *spread* des Bonos à 10 ans est revenu au niveau qui prévalait fin 2015. Sur les marchés de l'inflation, la remontée graduelle de l'inflation en seconde partie d'année a induit une hausse des points morts et donc une surperformance des emprunts indexés.

Sur les marchés du crédit européens, les *spreads* ont connu un fort resserrement entre l'annonce du CSPP en mars et la mise en œuvre effective des interventions mi-juin. Le Brexit a provoqué un accès de volatilité mais les achats de la BCE, de l'ordre de 2mds € par semaine, ont ensuite effacé la tension des *spreads*. Le *spread* moyen sur l'euro IG avait augmenté de 134pdb en fin d'année 2015 à un sommet à 167pdb en février. À l'annonce du CSPP, les *spreads* ont diminué à 134pdb jusque fin juin avant que l'action de la BCE ne réduise encore les primes à la baisse (sous le seuil de 110pdb). Vers la fin d'année, la hausse des rendements allemands s'est traduite par un léger écartement vers 125pdb. Sur le plan sectoriel, après un début d'année chahuté, les matières premières et l'énergie ont surperformé en lien avec la remontée des matières premières. À l'inverse, le secteur de la santé (+13pdb d'élargissement) et la dette subordonnée financière (+48pdb) ont sous-performé le marché IG dans son ensemble. Les défensives, dont les services publics (-22pdb) et la consommation de base (36pdb) ont légèrement surperformé l'indice Bloomberg. Concernant les indices de CDS, l'iTraxx IG s'est resserré de 9pdb en 2016 à 72pdb en fin d'année. Le *spread* du *crossover* a diminué de 43pdb à 288pdb. Les CDS du secteur financier se sont en revanche élargis à 93pdb sur la dette senior et à 221pdb sur l'indice des subordonnées. Parallèlement, le *high yield* européen a bénéficié indirectement des achats de la BCE, qui comprennent des émetteurs dont certaines notations peuvent être sous la limite IG.

Au Royaume-Uni, le Brexit a marqué une nette rupture sur le marché des Gilts. La corrélation avec les *Treasuries* s'est effondrée après le vote. Le rendement du 10 ans britannique avait suivi le T-note au premier semestre. Le *spread* du T-Note était resté stable autour de 40pdb jusqu'au 23 juin avant de bondir à plus de 100pdb à la fin du mois d'août. Le 10 ans britannique a ensuite ré-augmenté

régulièrement jusque 1,50% fin novembre. Cela étant, les Gilts ont offert une performance nettement positive en 2016, le 10 ans baissant sur l'année de 1,87% à 1,24%. Les craintes d'une inflation plus élevée sont apparues après l'effondrement de la livre. Les taux réels sont tombés en territoire négatif (-1,8% sur le linker à 30 ans le 6 octobre). La décision de la BoE de réduire ses taux and de reprendre le *quantitative easing* en août a peut-être évité une pentification incontrôlée de la courbe sans pour autant dissuader les ventes des institutions étrangères au 3T16. La BoE achètera un total de 60mds £ de Gilts en l'espace de six mois et 10mds £ de dette des entreprises privées en sterling. L'action de la BoE a soutenu les prix des actifs britanniques... mais aux dépens de la livre sterling.

Les marchés émergents ressortent avec la meilleure performance. La classe d'actifs a pourtant également subi le risque politique (Turquie, Brésil, Thaïlande, Corée du Sud...). Après un sommet à 504pdb en février, le *spread* moyen sur la dette en dollars a diminué à 342pdb en fin d'année contre 410pdb en décembre 2015. Cependant, les marchés de dettes locales ont été plus volatiles, en lien avec la variabilité forte des devises émergentes. La confiance envers la dette brésilienne s'est améliorée après la destitution de Dilma Rousseff et l'introduction de plafond sur les défenses publiques malgré la récession. Les *spreads* du Brésil ont quasiment diminué de moitié entre les points hauts de février et la fin d'année à 330pdb. De même, le Chili ou la Colombie ont bénéficié d'un resserrement significatif après le pic de février. L'Argentine a emprunté 16mds \$ sur les marchés internationaux mettant ainsi un terme à une absence de plus de 10 ans. Le Mexique a souffert de l'élection de Donald Trump. Le peso s'est effondré (jusqu'à 21 contre un dollar) forçant la banque centrale a relevé ses taux à 5,25% en fin d'année soit un total de 200pdb en 2016. La Russie a largement bénéficié du rebond du pétrole et de la diminution des émissions nettes de dette externe. En outre, les

banques locales sont friandes de la dette russe en dollars. Enfin, le rouble est la seule devise à s'être appréciée à la suite de l'élection de Donald Trump.

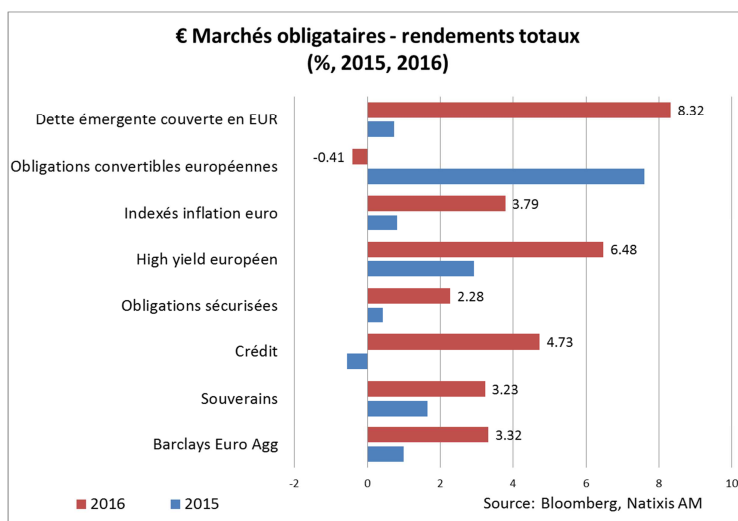
Sur le marché des devises, le dollar s'est apprécié contre l'euro (+3%) et la livre après le Brexit (+16%) et est resté globalement stable contre le yen (-1%). Un retournement de tendance spectaculaire a eu lieu sur le réal brésilien (+23%). A l'inverse, le peso mexicain a baissé de 16%. Le rouble russe a rejoint ses niveaux de mi-2015 vers 60 RUB pour un dollar contre un sommet à 80 en février. La remontée des prix du pétrole au-dessus de 50\$ le baril y a fortement contribué. La couronne suédoise abandonne 3% contre l'euro. Cette devise s'est néanmoins appréciée après l'annonce d'une diminution du QE suédois à partir de 2017. La couronne norvégienne gagnait parallèlement 6% contre l'euro grâce au rebond des hydrocarbures et au ton moins accommodant de la part des Banquiers Centraux au 4T16.

Conclusions

Après la forte correction au 1T16 sur le pétrole et les actifs risqués, le risque politique a dominé l'actualité sur les marchés financiers tout au long de l'année. Le Brexit, la destitution de Rousseff et Trump ont coïncidé avec des retournements de marchés significatifs. Parallèlement, la poursuite de l'allègement monétaire (BCE, BoE) incluant désormais le crédit a soutenu les performances obligataires. L'inflation remonte sous l'effet du rebond du pétrole.

Le risque politique ne disparaîtra pas en 2017, du fait notamment des échéances électorales en zone euro (Pays-Bas, France, Allemagne). Les politiques de la Fed et la BoE divergeront sans doute davantage.

Rédigé le 2 janvier 2017.





Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa filiale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse Le présent document est fourni par NGAM, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management S.A., la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management, incluant Natixis Asset Management, mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Ce document est publié par la Direction de la Communication de Natixis Asset Management.