

Braver la hausse des taux d'intérêt

Les taux d'intérêt vont s'orienter à la hausse en 2017. A la mi-mars, la Réserve fédérale américaine a relevé ses taux à court terme d'un quart de point de pourcentage et indiqué que deux hausses supplémentaires étaient très probables cette année. En outre, alors que l'inflation s'accélère à travers le monde, y compris dans la zone euro où elle atteint désormais 2%, une augmentation des taux est attendue dans plusieurs pays. Quelles conclusions les investisseurs en quête de revenu doivent-ils en tirer ?

Trois gérants spécialisés respectivement dans les solutions de revenu multi-actifs, les obligations européennes et les obligations municipales américaines, ainsi que notre Chief Market Strategist, nous livrent leur opinion concernant le tournant que prennent les marchés financiers, les possibles sources de revenu dans un contexte de hausse des taux, et la consolidation des portefeuilles.



Maura Murphy, CFA®
Gérant

Loomis, Sayles
& Company

Alors que nous nous étions habitués à rechercher des sources de revenu dans un contexte de rendements stables, une nouvelle donne se présente désormais. Les conditions d'investissement que nous devons désormais affronter connaissent une mutation vers une hausse des taux d'intérêt, et vers une accélération de la croissance et de l'inflation.

La Réserve fédérale américaine a affiché son intention de relever ses taux d'intérêt à trois reprises en 2017. Après la hausse

intervenue en mars, sauf un éventuel ralentissement de la croissance ou de l'inflation, il faut s'attendre à deux relèvements supplémentaires cette année. Dans le même temps, nous tenons compte de la divergence des politiques monétaires au niveau mondial. S'agissant de la Banque centrale européenne (BCE), nous anticipons le maintien de son programme d'assouplissement quantitatif (QE) à 60 milliards d'euros par mois sur l'ensemble de 2017. Cependant, nous nous attendons à ce qu'elle commence à envisager une réduction. Cette perspective pourrait faire naître le scénario d'une remontée accélérée des rendements en Europe.

En Asie, la Banque du Japon semble résolue à ancrer les rendements à un niveau proche

de zéro pendant une grande partie de 2017 – en espérant pouvoir maintenir un yen faible. La banque centrale chinoise semble procéder à un resserrement de la liquidité tout en s'efforçant d'enrayer la fuite des capitaux. Il sera dès lors essentiel de voir dans quelle mesure cette divergence des politiques dictera l'évolution des marchés tout au long de l'année.

Les Etats-Unis sont en phase finale d'un cycle d'expansion

Notre analyse des cycles de crédit à travers le monde nous amène à penser que les Etats-Unis se situent vers la fin d'un cycle d'expansion. Cependant, l'éventuelle relance budgétaire mise à l'ordre du jour par la présidence Trump pourrait conduire le cycle à durer plus longtemps que nous ne le pensions. Ainsi,

une récession ne constitue pas à nos yeux un risque majeur pour 2017, ni sans doute pour une bonne partie de 2018. Selon nous, l'Europe est en phase de reprise et après un effort d'assainissement du crédit, le Japon entre désormais dans une phase de redressement. Il nous semble que le Brésil et la Colombie, plus particulièrement, se situent maintenant dans la phase d'assainissement du cycle de crédit. D'autres pays émergents comme la Turquie restent confrontés à une détérioration. Ainsi, les économies à travers le monde se situent à différents stades du cycle.

Opportunité parmi les actions mondiales assorties de dividendes

L'un des segments qui suscitent notre intérêt cette année est celui des actions mondiales, et plus particulièrement le marché japonais. Nous pensons que les actions japonaises pourraient constituer une source de revenu intéressante cette année. Elles bénéficient en effet de la faiblesse du yen et de la réforme des entreprises, et nous estimons que bon nombre de sociétés japonaises adoptent une politique de plus en plus favorable aux actionnaires.

Les financières deviennent plus attractives

Nous affichons actuellement une opinion positive vis-à-vis des valeurs financières européennes et américaines, mais recommandons de rester à l'écart des banques des pays émergents et des banques asiatiques, notamment celles de Turquie, du Mexique, de la Corée et de la majeure partie de l'Asie. Aux Etats-Unis, si l'administration

Trump parvient à imposer une certaine déréglementation, à réformer la loi Dodd-Frank (un texte adopté en 2010 pour encadrer le secteur financier) et à abroger certaines dispositions du droit du travail, les banques pourraient en tirer parti. Par ailleurs, l'éventuelle augmentation de la production industrielle aux Etats-Unis, alliée à la réforme de la réglementation, pourrait stimuler la demande de crédit, ce qui serait également une bonne nouvelle pour certaines banques régionales.

Crédits bancaires, Brésil et énergie

Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de l'inflation, il importe de sélectionner des sources de revenus obligataires moins sensibles à l'évolution des taux. C'est pourquoi le secteur des crédits bancaires nous semble plus favorable. Sur le marché de la dette par ailleurs, nous décelons des opportunités de rendement intéressantes au Brésil et en Argentine en 2017. Ces deux pays ont connu une sévère récession mais ils disposent désormais de nouvelles politiques économiques et semblent commencer à se stabiliser. Nous décelons ainsi des rendements attractifs supérieurs à 10% dans certains cas. Un autre domaine qui offre des sources de revenu intéressantes est celui des MLP (Master Limited Partnerships), des obligations de haut rendement et des dividendes du secteur de l'énergie.

Globalement, nous pensons que la flexibilité de pouvoir s'adapter à l'évolution des cycles de crédit et des conditions de marché sera un facteur de plus en plus important au fil de l'année 2017.

Par ailleurs, la volatilité se montre extrêmement faible depuis plusieurs mois. Elle pourrait toutefois réapparaître à tout moment, particulièrement au regard de notre position actuelle dans le cycle économique.



David Lafferty, CFA®,
Chief Investment
Strategist

Natixis Global
Asset Management

De toute évidence, les investisseurs obligataires sentent le sol trembler sous leurs pieds. Pendant la majeure partie de l'année dernière, il y a eu une bifurcation claire sur les marchés obligataires. Le maintien par la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ) de leurs politiques de taux d'intérêt négatif sur la partie courte de courbe a, en effet, conduit les rendements des emprunts d'Etat de haute qualité à afficher des plus bas historiques. Les taux longs ont également chuté alors que l'économie mondiale semblait chanceler face aux craintes d'un ralentissement induit par la Chine. A cette époque, les indices d'obligations souveraines n'étaient pas franchement une bonne affaire, avec des rendements dérisoires et des durations longues. Dans le même temps, les obligations d'entreprise de tous types, y compris les titres « investment grade », à haut rendement et convertibles, ainsi que les crédits bancaires offraient des rendements nettement meilleurs moyennant un risque de taux largement inférieur.

Si l'on regarde maintenant la situation actuelle, s'il est vrai que les secteurs du crédit restent relativement attractifs par rapport aux emprunts ou obligations d'Etat la hausse des rendements et la contraction des spreads de crédit ont considérablement réduit cet écart. Le cycle de crédit ne nous semble pas encore sur le point de s'achever, mais les investisseurs obligataires qui aujourd'hui pourraient être surexposés aux secteurs du crédit, voudront probablement obtenir un meilleur équilibre entre risque de taux d'intérêt et risque de crédit.

Les pressions inflationnistes s'accroissent au niveau mondial

Concernant la direction des taux d'intérêt, une bonne partie des effets négatifs à court terme a déjà été ressentie – le quatrième trimestre 2016 a été l'un des pires jamais observés pour les obligations de haute qualité, les taux ayant bondi face aux attentes de politiques pro-croissance de la part de l'administration Trump. Au plan mondial, les contraintes d'offre sur la croissance de l'emploi et la productivité pourraient limiter l'expansion de l'économie. Les taux d'intérêt réels, en tant qu'indicateur de la croissance réelle, devraient certes augmenter mais tout au plus modérément. Le risque majeur qui pèse sur les obligations est celui d'une forte montée des pressions inflationnistes. Le taux de chômage aux Etats-Unis étant déjà inférieur à 5% avec 5,6 millions de postes non pourvus, une expansion budgétaire d'ampleur de la part de l'administration Trump serait susceptible d'avoir des effets inflationnistes.

Le risque d'accélération de l'inflation ne concerne pas uniquement les Etats-Unis. Des pressions inflationnistes commencent également à apparaître en Europe tandis que l'inflation au Royaume-Uni est stimulée par l'affaiblissement de la livre sterling depuis le vote en faveur du Brexit. La croissance réelle et l'inflation sont l'une et l'autre susceptibles d'entraîner une hausse progressive des taux d'intérêt nominaux, mais l'incertitude qui entoure l'inflation constitue une menace bien plus importante.

Trois solutions possibles pour les investisseurs

Dans ce contexte, certaines solutions s'offrent aux investisseurs en quête de revenu pour créer une allocation plus durable.

1. Rechercher un meilleur équilibre entre risque de taux d'intérêt et risque de crédit.

Le cycle de crédit devrait rester favorable à court terme mais les valorisations ne sont pas suffisamment convaincantes pour justifier une surexposition au crédit. Les obligations de haute qualité, qui font souvent office de « lest » au sein d'un portefeuille, deviennent plus attractives depuis quelques mois dans la mesure où leurs rendements initiaux sont un peu plus élevés désormais.

2. Rester très attentif à l'inflation, qui sera particulièrement susceptible d'engendrer des performances négatives en cas de hausse des taux. Alors que les points morts d'inflation à 10 ans aux Etats-Unis sont proches de 2%, les titres indexés sur

l'inflation peuvent en partie atténuer le risque en cas d'envolée inattendue des prix dans leur ensemble.

3. Rechercher des caractéristiques similaires à celles des obligations hors du marché obligataire. Les stratégies actions couvertes ou à faible volatilité pourraient permettre de contrôler le risque des portefeuilles sans exposer les investisseurs à la hausse des taux ni aux pressions inflationnistes.



Olivier de Larouzière
Directeur de la Gestion
Obligataire Euro

Natixis Asset
Management, Paris

La récente hausse des taux, après leurs nouveaux plus bas atteints en 2016, s'appuie à parts égales sur les anticipations de croissance et d'inflation aux Etats-Unis et uniquement sur les anticipations d'inflation dans la zone euro. Sachant que le cycle de croissance actuel va très probablement s'affaiblir vers la fin 2017 ou en 2018, ce facteur de soutien est susceptible de s'évanouir.

L'impact du resserrement de la politique monétaire de la Fed devrait rester concentré sur les taux à court et à moyen termes. Seule une surprise (telle qu'une hausse soudaine des cours du pétrole) pourrait avoir une incidence sur les maturités longues. Dans la zone euro, même si la Banque centrale européenne (BCE) amorce la réduction de ses achats d'actifs fin 2017, le **programme d'achat d'actifs publics** (PSPP) reste tout

à fait considérable par rapport aux besoins d'émission des Etats membres de la zone euro. Les maturités de ces opérations commencent à diminuer en Allemagne et contribueront à la pentification de la courbe de rendement en ramenant les taux à court terme à un niveau encore plus bas que celui constaté actuellement. Cette pentification de la courbe de rendement limite indéniablement la possibilité d'une forte hausse des taux longs. Ainsi, les taux longs devraient progressivement augmenter aux Etats-Unis et en Allemagne au cours des prochains mois, tout en restant proches des niveaux d'équilibre que nous estimons à 2,6% et 0,5% respectivement.

Importance croissante attachée à la sélection des maturités

Dans le contexte actuel de rendements faibles voire négatifs et de pente prononcée des courbes de rendement, les investisseurs auraient intérêt à se concentrer sur la sélection des maturités. Le portage et le « roll-down » ont un effet mécanique extrêmement positif lorsque les rendements n'affichent aucune tendance. Les investisseurs peuvent maximiser cet effet en sélectionnant les maturités appropriées. Ce choix doit se faire pays par pays et inclure, d'un point de vue tactique, une analyse des programmes d'émission des pays concernés dans la mesure où ils sont susceptibles de fausser les courbes. La gestion tactique de la duration est elle aussi importante car la volatilité n'a en fait pas diminué même si les rendements sont faibles.

Les allocations au niveau des pays et des maturités doivent se faire de façon active, comme évoqué précédemment. En Allemagne, nous privilégions globalement les maturités moyennes qui devraient tirer parti du PSPP. Les obligations espagnoles semblent plus attractives que les obligations françaises et italiennes, en particulier s'agissant des maturités moyennes. A supposer que l'actualité en provenance de ces deux pays devienne plus favorable, les investisseurs pourraient commencer à revenir sur ces marchés liquides de taille considérable. Les maturités longues (10 ans et plus) parmi les obligations françaises et italiennes devraient alors offrir un portage plus attractif.

ABS, prêts sécurisés seniors, obligations de haut rendement

Les investissements en crédits dans le secteur financier et dans le segment du haut rendement offrent des opportunités aux investisseurs en quête d'une prime par rapport aux emprunts d'Etat. S'agissant du crédit, face à la perspective de volatilité plus importante des taux, il pourrait être avantageux de privilégier les ABS et les prêts sécurisés seniors. Le fait que les ABS et les prêts sécurisés seniors soient des produits à taux variables les rendent peu sensibles à une probable hausse des taux d'intérêt. Les obligations à haut rendement méritent une certaine attention car leurs spreads tendent également à présenter une corrélation négative avec les taux d'intérêt, faisant que les titres de qualité « sub-investment grade »

devraient eux aussi tirer leur épingle du jeu cette année. Enfin, privilégier les investissements assortis d'une duration courte est un autre moyen d'obtenir des performances presque invariablement positives quel que soit le contexte.

Note de la rédaction : Philippe Berthelot, Head of Credit, Portfolio Manager chez Natixis Asset Management, a contribué à la rédaction de ce commentaire.



James Grabovac, CFA®
Managing Director

McDonnell
Investment
Management

Bien que le relèvement des taux de la Fed en 2017 devrait être relativement progressif, il convient de prendre en compte la dynamique favorable des obligations municipales américaines dans des contextes de hausse des taux. Leurs caractéristiques en termes d'avantages fiscaux et de qualité de crédit, en parallèle au niveau de l'offre, permettent traditionnellement aux obligations municipales de surperformer les autres types d'obligations lorsque les taux augmentent.

Les obligations municipales tendent notamment à afficher une moindre volatilité que les bons du Trésor dans un contexte de hausse des taux du fait de l'offre de nouvelles émissions. Lorsque les taux montent, les émetteurs d'obligations municipales sont moins enclins à émettre de nouvelles obligations pour refinancer la dette plus

ancienne ou plus coûteuse. Par conséquent, l'offre d'émissions nouvelle a tendance à se contracter. A l'inverse, lorsque les taux baissent, les émetteurs ont tout intérêt à émettre des obligations de refinancement. Les hausses de taux peuvent entraîner une baisse marginale de l'offre et cette contraction de l'offre peut, à son tour, limiter le potentiel baissier du marché des obligations municipales lors des périodes de hausses généralisées des taux d'intérêt.

Défis et opportunités associés au marché des obligations municipales américaines

Cela dit, le marché des obligations municipales américaines présente actuellement d'autres défis et opportunités sur lesquels il convient de se pencher. Alors que les investisseurs évaluent les perspectives du marché des capitaux à court et moyen termes, le marché des obligations municipales américaines fait face à d'éventuelles mesures législatives susceptibles d'influencer sa performance, mais qui pourraient également apporter des opportunités supplémentaires aussi bien aux investisseurs traditionnels qu'aux investisseurs étrangers. Arrêtons-nous sur les deux programmes majeurs suivants actuellement à l'étude à Washington :

1. Réforme de la fiscalité –

D'un point de vue directionnel, aussi bien l'administration Trump que le Congrès sont favorables à une réduction du taux marginal d'imposition. Etant donné que la majeure partie du marché des

obligations municipales est exonérée de l'impôt fédéral, la baisse des taux d'imposition réduit l'avantage fiscal que procurent les obligations municipales. S'il importe que les investisseurs soient conscients des incidences potentielles des réformes fiscales, il est également important de noter que les valorisations relatives du marché des obligations municipales reflètent un large éventail de facteurs qui vont au-delà du taux marginal d'imposition. La qualité de crédit, la liquidité, les caractéristiques de rendement et de corrélation, entre autres, jouent un rôle essentiel dans la valorisation et la performance des différents titres et du marché dans son ensemble.

Les valorisations des obligations municipales tendent à présenter une corrélation limitée avec l'évolution de la tranche supérieure du taux marginal d'imposition. D'un point de vue historique, les réductions de grande ampleur, comme celle intervenue en 1987 où le taux maximal a baissé de 50% à 38,5% et en 1988 où le taux a été ramené à 28%, n'ont pas eu d'impact visible sur les ratios de valorisation des obligations municipales par rapport à ceux des bons du Trésor. Dans le contexte actuel, les obligations municipales offrent l'avantage d'un « coussin de valorisation » à mesure que les investisseurs se tournent vers les maturités plus longues.

2. Dépenses d'infrastructures –

L'administration Trump a affiché son intention d'engager un vaste programme de dépenses d'infrastructures pour stimuler la croissance économique et contribuer à jeter les bases de gains de productivités futurs. Elle privilégie également le recours au modèle de partenariats public-privé (PPP) pour apporter une meilleure efficacité et mobiliser des capitaux privés. Ce modèle peut se révéler efficace pour certains types de projets d'infrastructures. Il a notamment été utilisé de manière sélective pour financer des projets d'autoroutes à péage et d'extension d'aéroports, entre autres, et des projets assortis de flux réguliers de frais d'utilisation permettant d'assurer un rendement du capital investi. Ce modèle est toutefois susceptible d'être moins efficace pour financer de longs projets de travaux publics de grande ampleur – comme des centrales électriques, les technologies de type « smart grid », des infrastructures hydrauliques ou la réparation et la construction de ponts.

Globalement, nous pensons que le progrès de ces programmes prendra plus longtemps que prévu et ira probablement en ralentissant à mesure de leur avancement. Suite au coup d'arrêt porté à la première initiative politique de la nouvelle administration, à savoir le projet d'abrogation et de remplacement de la loi dite « Affordable Care », le Congrès va maintenant s'attaquer à l'examen de la

réforme fiscale. Nous pensons toutefois qu'au final, le désir de maîtriser les déficits réfrènera la considération accordée aux propositions les plus agressives en matière de réductions d'impôts. Le programme de dépenses d'infrastructures, qui devrait être le plus facile à réaliser d'un point de vue législatif, sera le dernier dossier à l'ordre du jour.

Attrait grandissant des obligations municipales américaines au niveau mondial

Nous anticipons une forte demande d'obligations municipales tant de la part d'investisseurs américains que d'investisseurs étrangers à supposer que le programme de dépenses d'infrastructures se déroule selon le mode habituel. L'augmentation des émissions destinées au financement

d'infrastructures, dont certaines pourraient être imposables, et le développement du cycle de crédit laissent entrevoir une demande accrue d'actifs permettant aux investisseurs de diversifier leur exposition. Le marché des obligations municipales américaines devrait attirer un éventail d'investisseurs de plus en plus large à mesure que la demande mondiale d'actifs de haute qualité, au rendement plus élevé et à plus long terme évoluera.

DÉFINITIONS ET AVERTISSEMENTS

Les titres garantis par des actifs, ou ABS, sont des titres de créance ou des obligations garantis par des actifs financiers. D'une manière générale, ces actifs consistent en des créances autres que des prêts immobiliers, comme des encours de cartes de crédit, des prêts automobiles, des contrats d'achat de logements préfabriqués et des prêts sur valeur domiciliaire.

Une obligation est une dette dans laquelle un investisseur prête des fonds à une entité (en général une entreprise ou un état) qui les emprunte pour une période de temps définie à un taux fixe ou variable. Les obligations sont utilisées par les entreprises, les collectivités locales et les États pour lever des fonds et financer divers projets et activités. Les porteurs d'obligations sont des détenteurs de dette, ou des créanciers de l'émetteur.

Les rendements obligataires sont les profits qu'un investisseur réalise sur une obligation.

Brexit fait référence au référendum britannique du 23 juin 2016 en faveur de la sortie de l'Union européenne, qui est un partenariat économique et politique unique entre 28 pays européens.

Crédit désigne un accord contractuel dans lequel un emprunteur reçoit un bien de valeur à l'instant T et convient de rembourser le prêteur à une date future, généralement moyennant intérêt.

La durée est une mesure de la sensibilité du prix -- la valeur faciale -- d'une obligation à la variation des taux d'intérêt. La durée est mesurée en nombre d'années. Ainsi, une obligation assortie d'une durée élevée indique que l'investisseur devra attendre longtemps pour recevoir les coupons et le remboursement du principal. En outre, plus la durée est élevée, plus le prix de l'obligation baissera en cas de hausse des taux d'intérêt.

L'euro est la monnaie officielle de la zone euro, composée de 19 des 28 États membres de l'Union européenne.

La Fed désigne le Federal Reserve System, le système bancaire central des États-Unis d'Amérique.

La crise financière mondiale de 2007–2008 est considérée par de nombreux économistes comme la pire **crise financière** depuis la Grande dépression des années 1930.

La liquidité désigne la mesure dans laquelle un actif ou une valeur mobilière peut être rapidement acheté ou vendu sur le marché sans affecter le prix de l'actif concerné.

La maturité correspond à la date à laquelle la durée de vie d'une transaction ou d'un instrument financier tel qu'une obligation prend fin, après quoi la transaction devra être renouvelée faute de quoi elle cessera d'exister.

La livre sterling (GBP) est la monnaie officielle du Royaume-Uni. On l'appelle communément simplement la livre.

Le programme d'achat d'actifs publics (PSPP) a été mis en œuvre en mars 2015 par la Banque centrale européenne en vue d'acheter des actifs du secteur public, une mesure inédite destinée à injecter plus de 1000 milliards de dollars dans l'économie de la zone euro.

DÉFINITIONS ET AVERTISSEMENTS (SUITE)

L'assouplissement quantitatif (QE) désigne une politique monétaire non conventionnelle dans laquelle une banque centrale achète des titres d'Etat ou d'autres titres sur le marché afin de réduire les taux d'intérêt et d'accroître la masse monétaire.

La dette souveraine est émise par un gouvernement national dans une monnaie étrangère afin de financer la croissance et le développement du pays émetteur. **La dette d'agence** désigne un titre émis par une agence financée par le gouvernement des Etats-Unis ou une agence fédérale. **Les bons du Trésor américain** sont des instruments de créance d'Etat émis par le Département du **Trésor** des Etats-Unis pour financer la dette publique.

Le spread désigne l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur d'une valeur mobilière ou d'un actif.

« **Tapering** » désigne la réduction progressive des mesures prises par une banque centrale pour améliorer les conditions de la croissance économique.

Le ratio de valorisation mesure le caractère bon marché ou onéreux d'un titre (ou d'une entreprise) à l'aune d'un indicateur de ses bénéfices ou de sa valeur.

La volatilité désigne le degré de variation d'une série de prix de marché au fil du temps.

Le rendement désigne la rentabilité d'un investissement sous forme de revenus.

Courbe de rendement : une courbe sur un graphique qui représente la variation du rendement de titres à revenu fixe en fonction de leur échéance résiduelle.

Tous les investissements comportent des risques, y compris des risques de pertes.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées du CFA Institute.

Le fait d'investir comporte des risques, y compris le risque de pertes. Le risque d'investissement existe avec les investissements en actions, en obligations et en produits alternatifs. Rien ne permet de garantir qu'un investissement atteindra ses objectifs de performances ou que des pertes seront évitées.

Le présent document est fourni à titre d'information uniquement et ne doit pas être considéré comme une source de conseils en placement.

Les vues et opinions exprimées peuvent évoluer avec le marché et d'autres conditions.

Ce document est fourni à titre informatif uniquement aux Clients Professionnels et ne doit en aucun cas être interprété comme un conseil d'investissement ou une recommandation d'achat ou de vente, ou une offre, de tout instrument auquel il fait référence. Son ou ses auteur(s) peut/peuvent détenir des participations dans le capital des entreprises mentionnées. Les opinions exprimées sont celles du ou des auteur(s) qui les publie(nt). Elles ne correspondent pas nécessairement aux opinions de Natixis Global Asset Management (« NGAM ») ou de ses sociétés affiliées. Les avis et les opinions exprimé(e)s peuvent changer selon les conditions du marché ou autres et peuvent être modifié(e)s à tout moment, et il n'est pas garanti que les situations évolueront conformément aux prévisions. Les opinions et les informations mentionnées sont datées tel qu'indiqué et ne pourront être réputées fiables après cette date. Natixis Global Asset Management ne fournit pas de conseils d'ordre fiscal ou juridique. Nous vous recommandons de consulter un conseiller fiscal ou juridique professionnel avant de prendre une décision en matière d'investissement.

Dans les pays francophones de l'UE : Le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa succursale 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.

En France et à Monaco : NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse : Distribué en Suisse 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.

Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit en partie ou en totalité sans le consentement préalable de Natixis Global Asset Management.

ngam.natixis.com