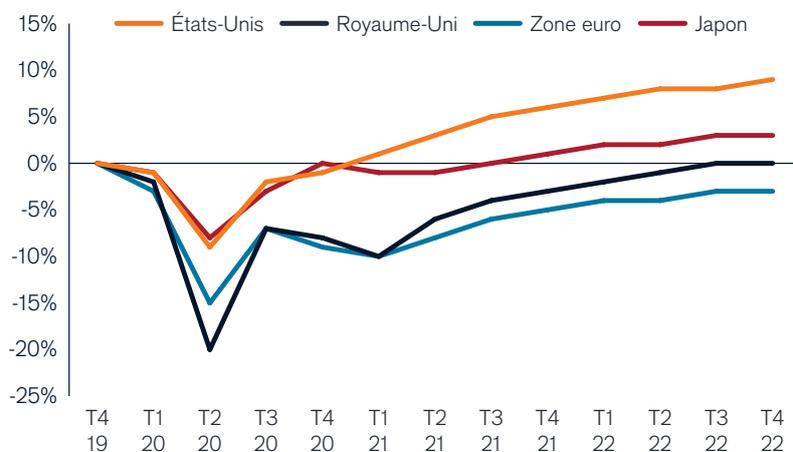


## INVESTIR AVEC SUCCÈS SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

Ces derniers mois, conformément aux anticipations, les fondamentaux macro et microéconomiques se sont améliorés, les rendements des bons du Trésor à long terme ont baissé et les marchés du crédit se sont globalement inscrits en hausse. La croissance économique mondiale accélère sa cadence et - au vu des valorisations des obligations d'entreprises - cette tendance devrait se poursuivre. Une question se pose alors : qu'est-ce qui pourrait mal tourner et comment les marchés obligataires pourraient-ils réagir ?

Les États-Unis ont pris les rênes de la reprise économique mondiale, mais ils suscitent également des craintes inflationnistes. Les dernières données sur l'inflation sont préoccupantes : l'indice des prix à la consommation (IPC) américain a augmenté de 5,4 % en glissement annuel, son niveau le plus élevé depuis 2008. Mais en dehors des États-Unis et d'autres économies du bloc dollar, les investisseurs ont relativement peu de raisons de s'inquiéter d'un durcissement des politiques monétaires au cours des prochaines années. Non seulement les mouvements de reprise devraient être plus modestes en dehors des frontières américaines, mais il y a très peu de signes de pression inflationniste soutenue en Chine, au Japon et en Europe - qui sont dans des phases de reprise différentes après la récession déclenchée par la Covid-19.

Graphique 1 : Niveaux des PIB par rapport à fin 2019



Source : Bloomberg, calculé à partir des données du consensus sur le PIB, 2 juin 2021. Les prévisions ne sont que des estimations et ne sont donc pas garanties.

Aux États-Unis, la récente flambée de l'inflation tient à des facteurs plausibles et compréhensibles. Les « effets de base », qui sont largement évoqués, en sont un. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, qui exercent des pressions sur les prix, en sont un deuxième. Enfin, la faiblesse des stocks combinée à l'augmentation des dépenses découlant de la demande refoulée, en est un troisième. Mais tous ces indicateurs sont essentiellement cycliques. Les goulets d'étranglement disparaissent, les stocks se reconstituent et la demande refoulée s'exprime.

Pour que l'inflation soit soutenue - le genre de scénario qui devrait inquiéter la Fed et les marchés - les coûts doivent subir des pressions persistantes. Selon nous, les principales variables sont les pressions salariales et la création de crédit privé. Les dépenses couvrant l'achat de biens toujours plus chers ne sont pas viables sans une augmentation correspondante des salaires. Tant les salaires que les prix des logements pourraient finir par alimenter l'inflation, mais cette perspective est encore incertaine. Les États-Unis affichent toujours un écart de production élevé.

### PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

- ▶ Les marchés peuvent facilement tolérer un durcissement ordonné des politiques. La Réserve fédérale américaine (Fed) est déterminée à renforcer la reprise et évitera de relever les taux de manière préventive. Elle va d'abord réduire ses achats d'actifs, mais de manière progressive en raison des incertitudes entourant la dynamique de la croissance économique et le succès de la lutte contre la Covid-19.
- ▶ Nos signaux concernant une éventuelle crise du crédit témoignent de difficultés limitées sur les marchés concernés, car les entreprises ont accès aux capitaux et les coûts d'emprunt sont faibles. Les valorisations reflètent un environnement d'épargne excédentaire plafonnant les rendements obligataires à de bas niveaux et, selon nous, continuent de favoriser les obligations *high yield*.
- ▶ Les cycles de défaut devraient devenir moins prononcés à mesure que les banques centrales, conscientes des niveaux élevés d'endettement, maintiendront des mesures de soutien.

Il existe encore des capacités inutilisées sur le marché du travail, les salaires n'ont pas montré de signes concluants de hausse durable et les prix des logements sont fortement influencés par les changements démographiques post-Covid. La politique budgétaire a compensé les pertes de revenus, mais elle est en train de se dissiper à un moment presque parfait en ce début de second semestre, avec un « retour à la normale » de l'économie. La dynamique budgétaire positive devrait redevenir négative au cours des prochains trimestres.

## La Fed est revenue dans le jeu - faut-il s'en inquiéter ?

En juin, la Fed a durci quelque peu le ton puisque le nombre de membres du FOMC évoquant des hausses de taux en 2023 a augmenté. La volatilité ne s'est pas envolée sur les marchés actions et les rendements des bons du Trésor à long terme ont augmenté. La Fed a réussi à freiner les opérations de « reflation » les plus agressives et à faire de la réduction éventuelle de son programme d'assouplissement quantitatif (l'achat direct d'obligations sur le marché) un vrai sujet de discussion. Les intervenants de marché estiment désormais que la banque centrale américaine réduira le volume de ses achats d'obligations entre le quatrième trimestre 2021 et le premier trimestre de 2022. La volatilité est restée contenue sur les marchés obligataires car le positionnement évolutif de la Fed non seulement est en ligne avec les données de marché mais laisse aussi supposer que ses actions seront progressives.

Selon nous, la Fed va continuer à faire preuve de patience et à privilégier une croissance économique plus soutenue, et ne cherchera pas à relever les taux d'intérêt de manière « préventive ». Alors que le marché des bons du Trésor anticipe actuellement une inflation future proche de 2,3 %, il semble que la Fed et le marché obligataire soient sur la même longueur d'onde.

La réunion de la Fed au mois de juin a remis le sujet des hausses de taux sur la table, mais très probablement pas avant 2023. Ces anticipations affecteront les taux des emprunts d'État à court terme, mais les données montrent qu'historiquement les spreads des marchés du crédit et les actions se comportent bien lors de la phase initiale d'un cycle de resserrement. Les conséquences négatives sont généralement dues à l'éventuel (et certains diraient même inévitable) « durcissement excessif » qui intervient, par définition, vers la fin du cycle. Par conséquent, deux hausses de taux potentielles en 2023 ne devraient pas susciter trop d'inquiétudes. Les investisseurs obligataires doivent se projeter vers l'avenir, sans pour autant manquer l'occasion d'exploiter les opportunités lors de la phase initiale.

Selon nous, le principal risque pour les marchés obligataires serait une erreur de pilotage des politiques monétaires de la part des banques centrales. Si l'inflation persiste et que les décisions des banques centrales sont jugées trop tardives, les taux nominaux et réels pourraient augmenter fortement, ce qui renforcerait la volatilité et pèserait sur les performances des obligations. Compte tenu de toutes les difficultés inhérentes à l'exercice de prévision en cette période si inhabituelle, il semble que la Fed ait pour le moment trouvé le bon équilibre.

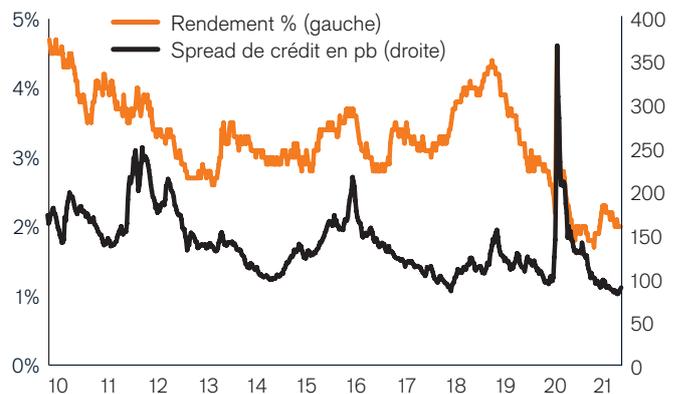
## Les valorisations des obligations d'entreprises sont-elles raisonnables ?

La phase de reprise économique s'observe clairement sur tous les marchés. Les actions mondiales sont en forte hausse et certains marchés ont même atteint de nouveaux records. Les matières premières ont fortement rebondi depuis les plus bas observés lors de la récession. Le prix du pétrole affiche une hausse de 65 % par rapport à l'année dernière et il se négocie au-dessus de son niveau du début de 2020, tandis que le prix du cuivre s'est envolé de 43 % sur les douze derniers mois.<sup>1</sup>

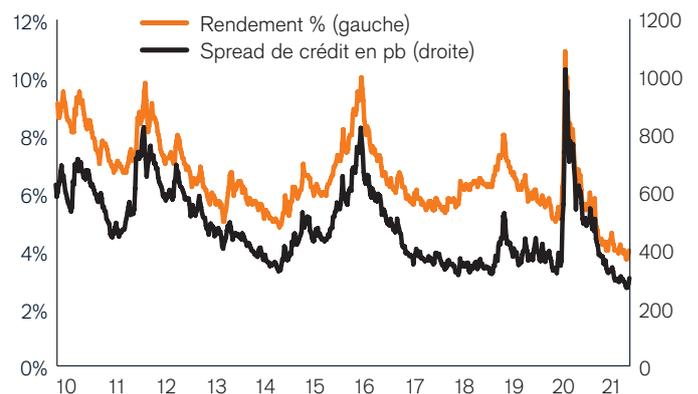
Rien de surprenant donc à ce que les actifs obligataires risqués affichent une dynamique similaire, les spreads des obligations d'entreprises étant à leur plus bas niveau historique, ou presque. Des rebonds de cette ampleur ne sont pas rares pendant la phase initiale d'une reprise économique. Quelles sont leurs perspectives d'évolution ? Où en sommes-nous dans le cycle économique ? Ces valorisations élevées sont-elles légitimes à ce stade ?

### Graphique 2 : Les spreads de crédit et les rendements sont historiquement bas

Obligations IG américaines



High yield américain



Source : Bloomberg, indice Bloomberg Barclays US Corporate (Investment Grade), indice Bloomberg Barclays US Corporate High Yield, spreads corrigé des options (OAS) vs bons du Trésor, yield to worst, du 1<sup>er</sup> janvier 2010 au 20 juillet 2021. Pb = points de base. 1 point de base (pb) représente 1/100<sup>e</sup> de point de pourcentage. 100 pb = 1 %.

<sup>1</sup> Source : Refinitiv Datastream, prix du pétrole West Texas Intermediate, prix du cuivre sur le LME (qualité supérieure) en USD par tonne métrique, chiffres au 20 juillet 2021.

Il est inhabituel que les spreads soient proches de leurs plus bas niveaux cycliques si tôt dans une phase de reprise, et encore plus inhabituel qu'ils soient proches de leurs plus bas historiques si tôt dans une reprise, mais nous vivons une époque singulière. Même en temps normal, il est difficile de recourir à l'histoire pour essayer d'anticiper l'évolution des valorisations, mais le cycle actuel est très différent des précédents à plusieurs égards.

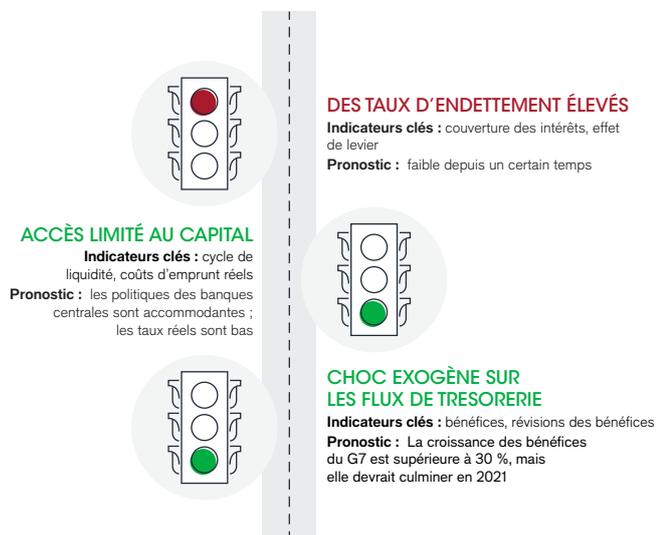
La plupart des récessions entraînent des pertes permanentes de revenus et d'emplois. Il faut généralement plusieurs trimestres pour que ces deux variables se rétablissent. Mais lors de la récession de 2020, le gouvernement est intervenu pour compenser presque immédiatement une grande partie des pertes de revenus. La production économique s'est interrompue, contrairement à la confiance des ménages dans leurs revenus futurs. La faiblesse des spreads ne s'explique pas uniquement par des raisons cycliques, mais aussi par des tendances plus structurelles. Dans le monde entier, l'excès d'épargne a accru la demande en investissements, faisant ainsi baisser les spreads des obligations d'entreprises. De nombreux investisseurs et institutions déplorent le manque de rendement sur les marchés obligataires. Certains acteurs (comme les banques et les compagnies d'assurance) ont des contraintes en matière de capital qui ne leur laissent guère d'autre choix que de continuer à acheter des obligations. En outre, les programmes d'achat d'obligations de la Fed ont à la fois contribué à la demande et fourni des niveaux historiques de liquidité au marché. Pour faire simple, cet argent doit être investi et les marchés financiers sont le moyen le plus facile et le plus rapide de l'allouer.

### Les valorisations sont peut-être élevées, mais le risque d'une crise du crédit est faible

Les prix des obligations pourraient laisser penser que le rebond du cycle économique actuel est terminé. Mais tout le monde le sait, anticiper l'évolution des marchés est un exercice difficile. Selon nous, il n'est pas inutile de prendre du recul et de vérifier ce qui, historiquement, crée les conditions d'un élargissement important des spreads de crédit.

D'après notre expérience, trois éléments sont nécessaires pour potentiellement provoquer une correction significative et cyclique des obligations d'entreprises : un endettement élevé, un accès restreint au capital et un choc exogène sur les flux de trésorerie. Si ces trois éléments sont présents, le risque de crise est très probable.

Graphique 3 : Les signes alertant d'une crise du crédit



Aujourd'hui, seuls les niveaux d'endettement posent problème. Le montant des emprunts des entreprises est élevé et a augmenté. Néanmoins, il est important d'ajuster le volume de la dette par son coût. Lorsque les coûts d'emprunt sont faibles, les entreprises devraient emprunter, en supposant que le coût de la dette soit inférieur à leur capacité à générer les revenus nécessaires pour la rembourser. Aujourd'hui, très peu de signaux indiquent que les entreprises sont susceptibles d'avoir un problème d'endettement. Deuxième point, l'accès au capital est facile. Entre des taux d'intérêt nuls, les politiques d'assouplissement quantitatif, les émissions record d'obligations et les programmes budgétaires directs destinés à soutenir les entreprises, on peut difficilement dire que les entreprises ont du mal à trouver des capitaux. Enfin, les flux de trésorerie ont subi un choc exogène (la pandémie de Covid), qui a déclenché la correction de 2020. Toutefois, les bénéfices nets sont maintenant en forte hausse grâce au rebond des revenus, ce qui renforce les flux de trésorerie.

Parmi les conditions nécessaires à une crise du crédit, seule une sur les trois semble actuellement remplie. La signification des valorisations actuelles peut porter à discussion, on peut difficilement dire que la dette d'entreprise se trouve à un tournant cyclique. Alors continuons nos analyses.

### Les valorisations semblent relativement plus attractives sur le segment du high yield

Les spreads des obligations d'entreprises *investment grade* sont proches de leurs plus bas niveaux historiques, ce qui soulève des questions légitimes quant à leur valorisation. La qualité moyenne du crédit de l'indice *investment grade* s'est détériorée, suscitant de nouvelles inquiétudes. Avec la baisse des taux d'intérêt ces dix dernières années et la diminution du coût d'emprunt qui en a découlé, les entreprises ont davantage toléré une baisse de leur notation de crédit. Avant la crise financière mondiale de 2008, environ un tiers de l'indice des obligations d'entreprises était noté BBB. Aujourd'hui, un peu plus de la moitié des titres affiche cette notation et cette proportion va selon nous augmenter.

Le tableau ci-dessous témoigne de l'augmentation constante du pourcentage des obligations d'entreprises américaines *investment grade* désormais notées BBB, la notation la plus basse de la catégorie *investment grade*. La détérioration de la qualité est marquée. Le spread actuel de l'indice global (81 pb fin juin) est à peu près le même qu'au plus bas de 2007 (82 pb). Mais l'indice *investment grade* actuel présente une moindre qualité. En tenant compte de ce facteur, on constate qu'un spread de 81 pb aujourd'hui équivaut à un spread de 133 pb en 2007. Sur une base ajustée de la qualité du crédit, les spreads des obligations d'entreprises sont bien plus faibles que les plus bas de 2007.

Graphique 4 : Compte tenu de l'évolution du marché, les valorisations des titres IG sont plus élevées que celles des obligations *high yield*

Investment grade	2007	2014	2018	Janv. 2020	Juin 2021
Spread réel (pb) (a)	82	97	85	93	81 (c)
BBB %	35%	43%	48%	50%	52%
Levier	1,60x	1,91x	2,29x	2,39x	2,25x (est.)
Spread ajusté de la qualité (pb) (b)	133	130	118	98	81
Écart (b-a)	52	33	34	5	0
Écart par rapport à juin 2021 (b-c)	52	49	37	17	0

High yield	2007	2014	2018	Janv. 2020	Juin 2021
Spread réel (pb) (d)	233	323	303	315	311 (f)
Spread ajusté de la qualité (pb) (e)	214	293	275	293	311
Écart (e-d)	-18	-30	-28	-22	0
Écart par rapport à juin 2021 (e-f)	-97	-18	-35	-18	0

Source : Janus Henderson Investors, Morgan Stanley Research, indices ICE US IG et HY, Bloomberg, BBB % en % du total du marché des obligations *investment grade*, Levier = levier brut moyen (dette totale/bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement), 29 juin 2021. est. = estimation, non garantie. 1 point de base (pb) représente 1/100<sup>e</sup> de point de pourcentage. 100 pb = 1 %.

On observe toutefois la situation inverse sur le marché américain des obligations d'entreprises *high yield*, dont la qualité moyenne de crédit est restée stable, voire s'est améliorée. Le spread actuel (311 pb en juin 2021) est supérieur de 78 pb au plus bas atteint en 2007. Et, sur une base ajustée au crédit, il est encore plus élevé, à 97 pb.

Toujours sur une base ajustée du crédit, on constate une nette disparité entre les segments *investment grade* et *high yield*. Pour les investisseurs qui estiment, comme nous, que le cycle du crédit ne montre que peu de signes de retournement, qui pensent que la Fed va probablement continuer à soutenir le marché et qui sont en quête de rendement, les marchés internationaux des obligations *high yield* méritent une attention toute particulière.

## Les rendements absolus sont faibles, mais les défauts attendus également

Les taux de défaut des obligations *high yield* suivent d'assez près l'évolution du cycle du crédit. Cependant, tous les facteurs singuliers qui influent sur le cycle actuel modifient également la probabilité des futurs défauts de paiement. Le taux de défaut anticipé a grimpé en flèche pendant la crise de la Covid-19, pour ensuite se modérer lors du second semestre 2020. Selon les prévisions actuelles, les taux de défaut devraient atteindre de nouveaux plus bas. JPMorgan prévoit actuellement un taux de défaut de 0,65 % pour le marché américain du *high yield* en 2021.<sup>2</sup> En juin 2021, seules deux entreprises notées par l'agence Moody's ont fait défaut, portant le nombre de défaut au niveau mondial à 28 au premier semestre, soit environ un quart des 114 défauts enregistrés sur la même période l'année dernière. Ce chiffre est également plus favorable qu'en 2019, lorsque Moody's avait enregistré 49 défauts de paiement au premier semestre et 56 au second.<sup>3</sup>

Pour se faire une idée du caractère historique de ces prévisions, précisons que le marché *high yield* affiche un « taux de défaut frictionnel » théorique, qui correspond au taux auquel les entreprises sont susceptibles de faire défaut, quel que soit la phase du cycle. En théorie, même en cas d'environnement positif, un certain pourcentage d'obligations *high yield* connaîtra des difficultés (produits/services obsolètes, une dette trop lourde, des innovations radicales introduites par la concurrence ou une fraude pure et simple). Nous estimons que ce taux frictionnel se situe en moyenne entre 1 % et 2 % par an sur longue période. Soit plus de deux fois le taux de défaut prévu actuellement. Les obligations *high yield* pourraient donc entrer dans une période de défaut historiquement bas à l'horizon des prévisions.

## La faiblesse des taux réels est favorable

Le fait de s'interroger sur la concomitance entre la faiblesse des rendements des emprunts d'État et la peur de l'inflation reflète en réalité une autre énigme : celle de savoir comment les rendements réels peuvent être (aussi) faibles. Selon un vieil adage, lorsque tous les intervenants de marché ont un sujet en tête, le risque lié est déjà intégré dans les prix. En effet, le point mort d'inflation actuellement exprimé par les bons du Trésor à 5 ans protégés contre l'inflation (TIPS) a oscillé entre 2,3 % et 2,5 % jusqu'en juin et juillet 2021. Autrement dit, le marché anticipe déjà que l'inflation soit supérieure à 2 % au cours des cinq prochaines années, ce qui est supérieur à l'objectif de la Fed, même en tenant compte de l'écart entre l'IPC et le PCE sous-jacent. Les marchés obligataires ont donc déjà intégré une certaine prime d'inflation.

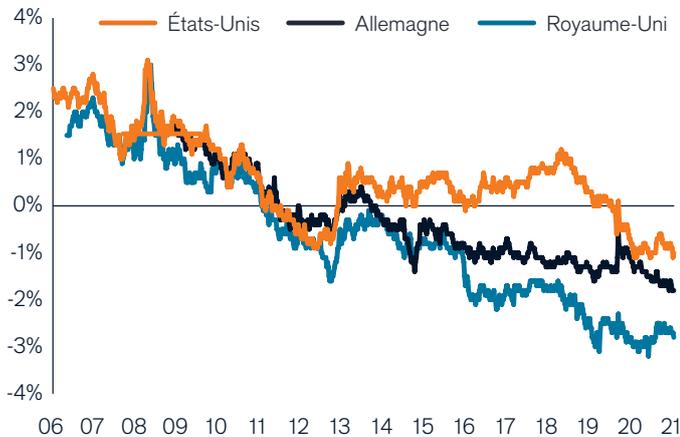
<sup>2</sup> Source : JPMorgan, Perspectives de mi-année 2021 des obligations *high yield* et des prêts à effet de levier, 28 juin 2021.

<sup>3</sup> Source : Moody's, nombre de sociétés émettrices en défaut de paiement, juillet 2021.

<sup>4</sup> Il existe normalement un léger « écart » entre l'indice des prix à la consommation (IPC) utilisé dans le calcul des TIPS et les dépenses de consommation personnelle de base (PCE), qui constituent l'objectif de la Fed.

Les prévisions d'inflation étant déjà élevées et les rendements nominaux des emprunts d'État à 10 ans ayant atteint en moyenne 1,4 % au cours des deux derniers mois, le rendement réel (nominal - inflation) est proche de -1,1 %. Ce niveau négatif des rendements réels est relativement nouveau pour les investisseurs américains, mais leurs homologues européens y sont habitués depuis dix ans.

**Graphique 5 : Rendement réel des bons du Trésor US à 10 ans (%)**



Source : Bloomberg, rendements réels génériques à 10 ans, du 21 juillet 2006 au 21 juillet 2021.

L'évolution des rendements réels est importante, car ils constituent un indicateur à moyen terme des défauts et des tensions sur le crédit. Avec des taux réels négatifs, de nombreuses entreprises peuvent emprunter à des taux inférieurs à la croissance prévue de leurs revenus. Pour résumer, il faudrait un nombre inhabituel d'erreurs de gestion pour entraîner des faillites alors que l'accès au capital est facile et que les taux actuels sont bas.

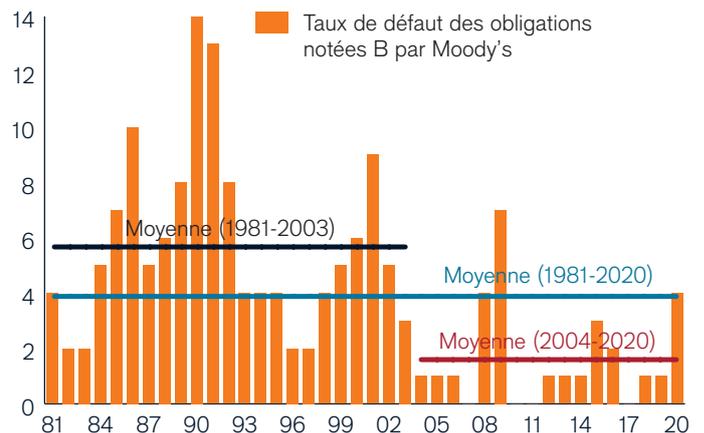
Une hausse soutenue des rendements réels changerait la donne, mais il faudrait pour cela une inversion des facteurs structurels à long terme qui ont fait baisser les taux d'équilibre, comme l'excès d'épargne mondiale, le vieillissement démographique et la productivité technologique. Pour l'instant, ces tendances structurelles désinflationnistes demeurent.

## La Fed vient-elle en renfort de la dette d'entreprise ?

La politique des banques centrales évolue au fil du temps, mais la tendance récente a été de soutenir toujours plus les marchés financiers. Le fameux « put » d'Alan Greenspan a rassuré les marchés actions, les convaincant que la Fed ne tolérerait pas un certain niveau de baisse. Si la situation se dégradait trop, Alan Greenspan (président de la Fed à l'époque) viendrait à leur rescousse en assouplissant massivement la politique monétaire. Les banquiers centraux ultérieurs - pendant et après la crise financière mondiale - ont repris cette approche, en l'appliquant même au système bancaire, et l'« assouplissement quantitatif » est devenu une pratique acceptable. Les banques centrales du monde entier ont donc décidé d'acheter des obligations d'entreprises, en plus des emprunts d'État. Avec l'apparition de la Covid-19, la Fed a même commencé à acheter des obligations *high yield*, dans des proportions toutefois limitées. Nous pensons que la politique des banques centrales a peut-être franchi un point de bascule. Désormais, les entreprises sont tellement endettées qu'elles sont - globalement - « trop grosses pour faire faillite ».

**Graphique 6 : Les cycles de défaut sont moins prononcés**

Les banques centrales craignent des niveaux élevés d'endettement et sont préoccupées par leur capacité à organiser un désendettement ordonné



Source : Deutsche Bank, Moody's, de 1981 à 2020, étude de Deutsche Bank sur les taux de défaut, 26 avril 2021. Taux de défaillance par année civile et taux de défaillance moyen sur des périodes données.

Pour les banquiers centraux, les récessions sont des périodes propices. Les entreprises ayant des modèles économiques défaillants ou qui sont trop endettées sont éliminées par le phénomène de « destruction créatrice ». Néanmoins, la récession déclenchée par la Covid-19 a permis le lancement de programmes d'allocation de capital sous la houlette de la Fed, pour prêter aux entreprises en difficulté. Résultat ? Des niveaux d'endettement encore plus élevés. La Fed fournira-t-elle un soutien encore plus important lors de la prochaine crise ? Les obligations d'entreprises sont-elles protégées par la Fed ? Si tel est le cas, les taux de défaut peuvent et devraient rester bas de manière permanente.

### Nos conclusions :

- Les marchés peuvent gérer un **durcissement ordonné des politiques** : la Fed est déterminée à soutenir la reprise et évitera de relever les taux de manière préventive. La réduction des achats d'actifs sera la première mesure à prendre, mais elle sera progressive en raison de l'incertitude entourant la vigueur de la croissance économique et le succès de la lutte contre la Covid-19. Le principal risque serait une inflation persistante contraignant les banques centrales à rattraper leur retard en durcissant leur politique de manière plus agressive.
- **La faible probabilité d'une crise du crédit devrait soutenir les valorisations** : Nos signaux témoignent de difficultés limitées sur les marchés du crédit, car les entreprises ont accès aux capitaux et les coûts d'emprunt sont faibles. Les valorisations témoignent

d'un environnement d'épargne excédentaire, qui plafonne les rendements obligataires à de bas niveaux. Les investisseurs étant en quête de rendement, ce scénario devrait conduire à une demande continue d'obligations *high yield*, et corroborer notre opinion selon laquelle les spreads des obligations *high yield* sont plus intéressants que ceux des obligations *investment grade*, sur une base historique ajustée à la qualité du crédit.

- Les **cycles de défaut sont moins prononcés**. Les banquiers centraux, attentifs au niveau élevé de l'endettement, vont probablement maintenir des politiques monétaires accommodantes. La faiblesse des rendements réels et des taux de défaut pourrait persister pendant un certain temps. La Fed a peut-être mis en place un « put » sur les obligations d'entreprises.

L'Investment Strategy Group (ISG) dédié aux obligations regroupe des professionnels de la gestion de notre plateforme obligataire internationale et issus d'autres équipes internes, offrant un forum de recherche et de débat sur les domaines clés de l'allocation d'actifs obligataires et les perspectives macroéconomiques, y compris en matière de taux et de devises. Il a vocation à diffuser nos meilleures idées au niveau mondial et aider les gérants de portefeuille à prendre des décisions judicieuses en matière de positionnement des portefeuilles et de répartition des risques. ISG Insight a pour ambition de proposer des débats sur l'actualité récente au sein du groupe.

POUR PLUS D'INFORMATIONS, VEUILLEZ CONSULTER LE SITE  
JANUSHENDERSON.COM

**Janus Henderson**  
INVESTORS

Les points de vue présentés s'entendent à la date de publication. Ils sont uniquement destinés à des fins d'information et ne doivent pas être utilisés ou interprétés comme un conseil fiscal, juridique ou d'investissement ou une offre de vente, une sollicitation d'une offre d'achat ou encore une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur du marché. Aucune des informations contenues dans ce document n'est réputée constituer une disposition directe ou indirecte de services de gestion d'investissement spécifiques à l'une des exigences des clients. Les opinions et les exemples constituent une illustration des thèmes généraux et n'indiquent pas une intention de négociation, peuvent être modifié(e)s à tout moment et peuvent ne pas refléter les opinions des autres collaborateurs de la société. Le présent document n'est pas destiné à indiquer ou impliquer que l'une des illustrations/l'un des exemples mentionné(s) est actuellement, ou a été par le passé, détenu(e) au sein de l'un des portefeuilles. Aucune des prévisions ne sont garanties et nous ne garantissons pas que les informations fournies soient exhaustives ou opportunes, ni n'émettons aucune garantie à l'égard des résultats obtenus suite à leur utilisation. Janus Henderson Investors est la source des données, sauf indication contraire, et a des raisons suffisantes de croire que les informations et les données provenant de tiers qu'il utilise sont fiables. **Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures. Investir comprend des risques, dont une éventuelle perte de capital et une fluctuation de valeur.**

Tous les produits ou services ne sont pas disponibles dans toutes les juridictions. Ce document ou les informations qu'il contient peuvent faire l'objet de restrictions légales, ne peuvent être reproduits ou mentionnés sans autorisation écrite expresse

ou utilisés dans toute juridiction ou circonstance où leur utilisation serait illégale. Janus Henderson n'est pas responsable de la distribution illégale de ce document à des tiers, dans son intégralité ou en partie. Le contenu de ce document n'a pas été approuvé ou avalisé par l'un des organismes de réglementation.

Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services d'investissement sont fournis en Europe par Janus Capital International Limited (no d'enregistrement 3594615), Henderson Global Investors Limited (no d'enregistrement 906355), Henderson Investment Funds Limited (no d'enregistrement 2678531), Henderson Equity Partners Limited (no d'enregistrement 2606646), (chacune enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles au 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE et réglementée par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (no d'enregistrement B22848, 2 rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg, et réglementée par la Commission de surveillance du secteur financier).

Henderson Management S.A. est autorisé à exercer ses activités en France par l'intermédiaire de sa succursale française conformément aux dispositions du passeport européen pour les fournisseurs de services d'investissement en vertu de la Directive 2004/39 du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers. L'agence Française de Henderson Management S.A. est enregistrée en France en tant que Société Anonyme d'un Etat membre de la CE ou partie à l'accord sur l'espace économique européen avec un numéro d'enregistrement 848 778 544 R.C.S. Paris et le siège statutaire à 32 rue des Mathurins, 75008 Paris, France.D10081

Janus Henderson, Janus, Henderson, Perkins, Intech, Knowledge Shared et Knowledge Labs sont des marques déposées de Janus Henderson Group plc ou de l'une de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.