

Dilemme de l'inflation : de quel côté penchent les banques centrales et les obligations ?

Mars 2022

Communication publicitaire | Réservé aux investisseurs professionnels et qualifiés | Document ne pouvant être redistribué

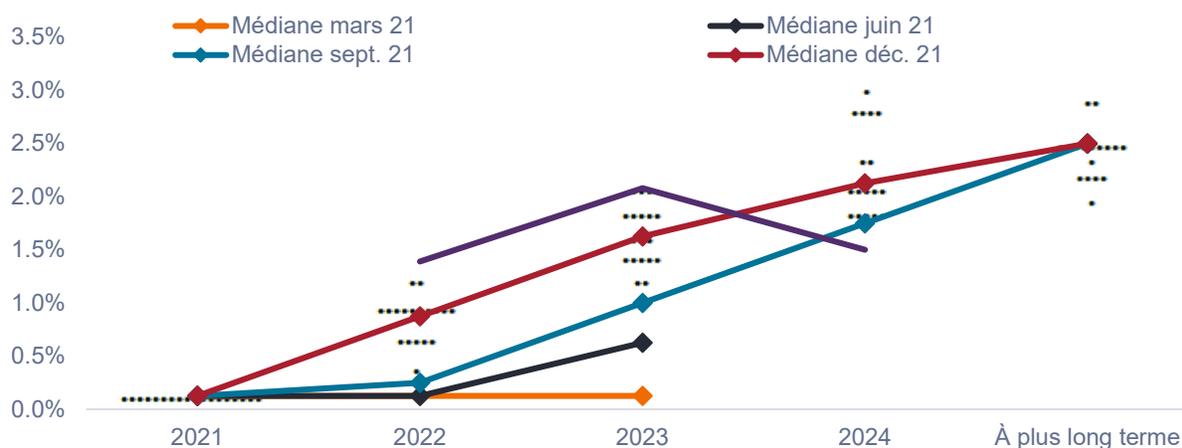
Alors que l'inflation est au plus haut depuis des décennies, les banques centrales hésitent entre faire face à la réalité actuelle ou tenter de prévoir la trajectoire de l'inflation et de la conjoncture à moyen terme. Dans ce document, Jim Cielinski, responsable monde de la gestion obligataire, évoque les pièges et effets potentiels sur les obligations. Il aborde notamment les points suivants :

- ▶ La trajectoire du changement alors que les banques centrales remettent en question leur propre scénario d'inflation « provisoire », ainsi que la divergence croissante des politiques monétaires.
- ▶ Le potentiel d'erreur politique alors que les économies profitent de la reprise de l'activité, mais sont freinées par la rigueur budgétaire, la baisse des revenus réels et la pression croissante des coûts sur les entreprises.
- ▶ Les répercussions potentielles pour les actifs de crédit sensibles aux taux et risqués.

Un changement de cap

Comme le stratège militaire prussien Helmuth von Moltke (père) l'a constaté au 19^{ème} siècle, « aucun plan de bataille ne survit au contact de l'ennemi ». Pour leur part, les banques centrales ont dû revoir en profondeur leurs attentes et plans d'action dans leur lutte contre l'inflation élevée. Il y a un an encore, lors de sa séance de mars 2021, la Réserve fédérale américaine (Fed) ne prévoyait pas de relever ses taux en 2023, sans parler de 2022, d'après la projection médiane de l'enquête par points (« dot plots ») des membres de la Fed. La toute dernière enquête par points (décembre 2021, cf. graphique ci-dessous) semblait anticiper trois hausses de taux en 2022 et nous nous attendions à ce que la Fed revoie ses projections à la hausse lors de sa prochaine séance prévue en mars 2022. La volte-face de la Fed n'a eu d'égale que celle du marché qui, le 10 février 2022, juste après avoir appris que l'indice américain des prix à la consommation (IPC) s'établissait à 7,5 %, prévoyait près de sept relèvements de 25 points de base cette année.¹ Si l'on considère les contrats à terme sur les Fed Funds (fonds fédéraux) représentatifs du marché, la Fed accélèrera le resserrement cette année, mais lèvera le pied en 2024.

Illustration 1 : Projections médianes de l'enquête par points de la Fed



Source : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, 28 février 2022 'Source : Bloomberg, probabilité des taux d'intérêt mondiaux, 10 février 2022.

FAIT Accompli

Il peut sembler étrange que la Fed amorce l'assouplissement quantitatif en février alors que l'IPC américain dépasse les 7 % tout en préparant le marché à une hausse des taux d'intérêt en mars visant à juguler cette même inflation. La Fed est prise à son propre jeu. En adoptant le ciblage flexible de l'inflation moyenne (FAIT) dévoilé en août 2020, la Fed accepte implicitement une inflation supérieure à la moyenne pour compenser les périodes d'inflation inférieure à la moyenne. D'où les débats sur l'inflation « provisoire » qui ont dominé une grande partie de l'année 2021, avec une Fed convaincue que l'inflation systémique était largement le fruit de la demande exceptionnelle et des ruptures d'approvisionnement provoquées par la pandémie. L'inflation faible en 2020 conjuguée au reflux attendu de l'inflation d'ici deux ans a permis à la Fed d'envisager le retrait progressif de sa politique monétaire accommodante.

Nous savions que la Fed tolérerait une inflation plus élevée et certains compromis sont utiles. Après les turbulences provoquées par la pandémie, une remontée de l'inflation confère aux entreprises une certaine marge de manœuvre pour imposer des hausses de prix et compenser ainsi les pertes des années précédentes. Deuxièmement, la hausse des prix stimule l'offre et freine la demande, ce qui contribue à accélérer le retour à l'équilibre sur les marchés. Troisièmement, elle réduit la valeur réelle des obligations à taux fixe, ce qui est appréciable compte tenu de l'explosion des emprunts privés et publics durant la pandémie.

D'un autre côté, le coût de la vie augmente, une évolution qui tend à avoir un impact démesuré sur les bas salaires compte tenu de la propension de l'inflation à toucher les postes non discrétionnaires tels que l'alimentation, l'énergie et les loyers. Deuxièmement, l'inflation fait gonfler les coûts des entreprises ce qui, si celles-ci ne parviennent pas à répercuter l'intégralité de la hausse sur leurs clients finaux, finira par amputer les résultats et nécessiter davantage de fonds de roulement. Troisièmement, les obligations à taux variable deviendront plus chères pour les ménages, les entreprises et les gouvernements. Les pays tels que le Royaume-Uni, qui compte une proportion élevée d'emprunts d'État indexés (21 % fin décembre 2020)², sont plus vulnérables sur ce dernier point.

C'est une question de dosage. Pour les économies, un peu d'inflation est indéniablement plus intéressante qu'un peu de déflation puisqu'une augmentation modérée des prix encourage la consommation. Mais trop d'inflation, et les coûts prennent le pas sur les bénéfices, raison pour laquelle les banques centrales ont adopté le principe d'un niveau d'inflation acceptable de 2 % en rythme annuel. Alors que l'inflation poursuivait sa trajectoire haussière, les marchés ont acquis la certitude que la Fed était en retard et devrait revoir sa position.

Qui est en retard ?

Les marchés n'attendent pas. Ils ont devancé la Fed, anticipant le durcissement des conditions monétaires avant même que la banque centrale n'ait relevé ses taux. Cette évolution est flagrante sur les marchés des taux : les rendements de la dette à court terme ont augmenté rapidement ces derniers mois, les taux hypothécaires ont bondi et les spreads de crédit se sont élargis face aux préoccupations en lien avec l'éventualité du ralentissement de la croissance et de la baisse de liquidité.

Illustration 2 : Tableau des fluctuations du marché

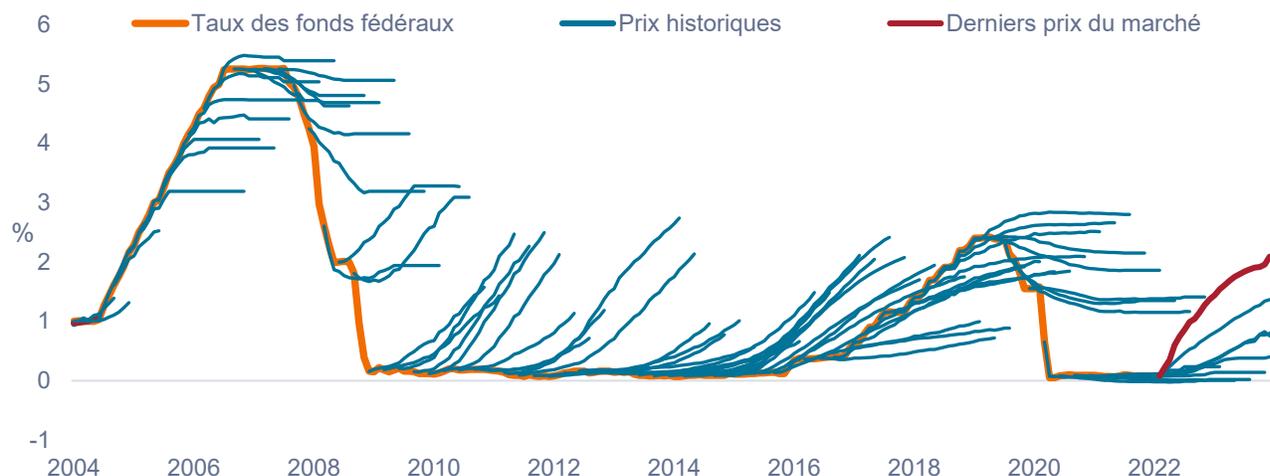
Indice	30 juin 2021	31 déc. 2021	Actuellement (28 février 2022)
Rendement des bons du Trésor US à 2 ans (%)	0,24	0,66	1,42
Rendement des bons du Trésor US à 10 ans (%)	1,44	1,50	1,85
Taux d'intérêt hypothécaires US à 30 ans (%)	3,02	3,11	3,89
Spread de crédit des obligations d'entreprises US BBB (pb)	107	121	160
Spread de crédit des obligations d'entreprises US B (pb)	349	351	411

Source : Refinitiv Datastream, indice de référence des rendements des bons du Trésor américain à 2 ans et 10 ans, rendement à l'échéance ; taux hypothécaire à 30 ans Freddie Mac ; indices ICE BofA US BBB Corporate et ICE BofA US B High Yield, spread de crédit = spread ajusté des options par rapport aux emprunts d'État (Govt OAS) en points de base. Un point de base (pb) est égal à 1/100^{ème} de point de pourcentage. 1 pb = 0,01 %, 100 pb = 1 %, 28 février 2022.

²Source : rapport *Debt Management 2021-22* du Trésor britannique, mars 2021

La question délicate qui se pose aujourd'hui est de savoir si le marché évalue correctement le niveau de resserrement. Historiquement, les marchés ont eu tendance à intégrer hâtivement des relèvements de taux depuis la crise financière mondiale, ce qui explique en partie pourquoi ils ont adhéré au début à la version de l'inflation provisoire que leur ont servi les banques centrales. Pourtant, lors des deux derniers cycles de resserrement, le marché a sous-estimé l'ampleur des hausses une fois que la Fed était passée à l'action. La Fed étant vraisemblablement en retard, elle pourrait chercher à rattraper le temps perdu. Le marché, qui estime que l'enquête par points de décembre est déjà obsolète, anticipe des taux des fonds fédéraux proches de 1,5 % fin 2022 et supérieurs à 2 % fin 2023, mais s'attend à ce que la Fed renverse la vapeur d'ici la fin 2024 et abaisse à nouveau les taux.

Illustration 3 : Taux des fonds fédéraux et évolution historique des prix à terme



Source : BofA Global Research, Janus Henderson Investors, Bloomberg. Les prix historiques correspondent aux attentes du marché concernant les taux des fonds fédéraux sur les 24 prochains mois. Les derniers prix du marché au 28 février 2022 illustrent les prix des contrats à terme sur les Fed Funds au 31 décembre 2023. La fixation des prix du marché peut varier et les prévisions ne sont pas garanties.

Quelle est notre position ?

Nous avons fait partie du camp de l'inflation provisoire, même si nous attendions une hausse plus forte et plus durable que les projections de la Fed. Nous avons revu notre position à la lumière de différents facteurs. Il était évident que la hausse des loyers allait se traduire par un IPC américain durablement élevé. Les prix des matières premières demeurent obstinément élevés et le conflit en Ukraine devrait attiser la flambée des prix de l'énergie qui, compte tenu de son rôle majeur dans la production, affecte les coûts dans le reste de l'économie.

Même si le conflit affectera vraisemblablement les actifs risqués, les préoccupations liées à l'inflation élevée devraient dominer, même si nous estimons que l'inflation devrait atteindre son point culminant dans les mois à venir. À très court terme, les banques centrales voudront donner l'impression de faire quelque chose, d'où leur revirement offensif. Compte tenu de l'inflation élevée et du faible taux de chômage, une nouvelle volte-face de la Fed et le renoncement à relever les taux en mars causeraient trop de dommages à sa crédibilité pour être acceptables. Si ce n'est pas maintenant, alors quand ? Dans les pays développés, la Banque d'Angleterre et la Reserve Bank of New Zealand n'ont pas attendu la Fed pour relever leurs taux d'intérêt. Les marchés émergents sont encore plus avancés dans le cycle de resserrement monétaire, comme le souligne notre document de recherche *Divergent Emerging Market outcomes in an uneven recovery* (divergence des marchés émergents dans un contexte de reprise inégale), présenté dans la rubrique *Insights* de notre site Internet. Seule exception notable, la Chine, qui semble assouplir les restrictions de crédit, après le ralentissement brutal des marchés immobiliers l'année dernière. La Banque centrale européenne (BCE) doit encore équilibrer les besoins des économies se situant à divers stades du cycle de croissance. Alors que l'inflation dans la zone euro est préoccupante, les événements en Ukraine et la hausse des coûts de l'énergie en Europe pourraient dissuader la BCE de pénaliser l'économie en augmentant les coûts de financement et donc de relever ses taux en 2022.

L'inflation reste une taxe sur l'économie, mais nous avons quelques appréhensions concernant le dynamisme futur de la croissance mondiale. Nous pensons que l'inflation refluera dans le courant de l'année 2022 lorsque les effets de base se dissiperont, ce qui, avec la confirmation du ralentissement de la croissance, pourrait inciter la Fed et consorts à revenir sur leurs positions offensives. Nous ne serions pas surpris de voir les rendements souverains à moyen terme repartir à la baisse plus tard dans l'année. En fait, c'est généralement juste avant ou après le changement de ton des banques centrales que les investisseurs actifs peuvent chercher à exploiter les anomalies de valorisation.

Le travail ne manque pas, mais les salaires réels piétinent

La Fed et les autres banques centrales s'efforcent de prévenir une spirale des prix et des salaires qui enracerinerait l'inflation dans la fixation des prix et les revendications salariales. Le marché de l'emploi est dynamique et les salaires ont augmenté, sans toutefois parvenir à rivaliser avec l'inflation de manière plus générale. Si les salariés ne sentent pas leur situation financière s'améliorer – et la diminution de l'effet de richesse consécutive à la chute des marchés d'actifs ne devrait rien arranger – il est difficile d'envisager une croissance économique soutenue, notamment si le coup de pouce donné par les dépenses publiques se transforme en austérité budgétaire.

Illustration 4 : Taux d'emplois vacants et indice du coût de l'emploi aux États-Unis



Illustration 5 : Salaires hebdomadaires moyens réels américains



Source pour l'illustration 4 : Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, taux d'emplois vacants et indice du coût de l'emploi aux États-Unis, du 31 décembre 2006 au 31 décembre 2021. Remarque : le taux d'emplois vacants se calcule en divisant le nombre de postes vacants par la somme des emplois et postes vacants et en multipliant ce quotient par 100 pour obtenir un pourcentage. L'indice du coût de l'emploi mesure la variation des coûts de rémunération des employés (salaires, bonus et avantages en nature) ainsi que des coûts indirects tels que les cotisations sociales, les prestations d'assurance-maladie, les impôts, etc.

Source pour l'illustration 5 : Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, salaires hebdomadaires moyens réels américains, variation en % en glissement annuel, corrigés des variations saisonnières, de janvier 2008 à janvier 2022.

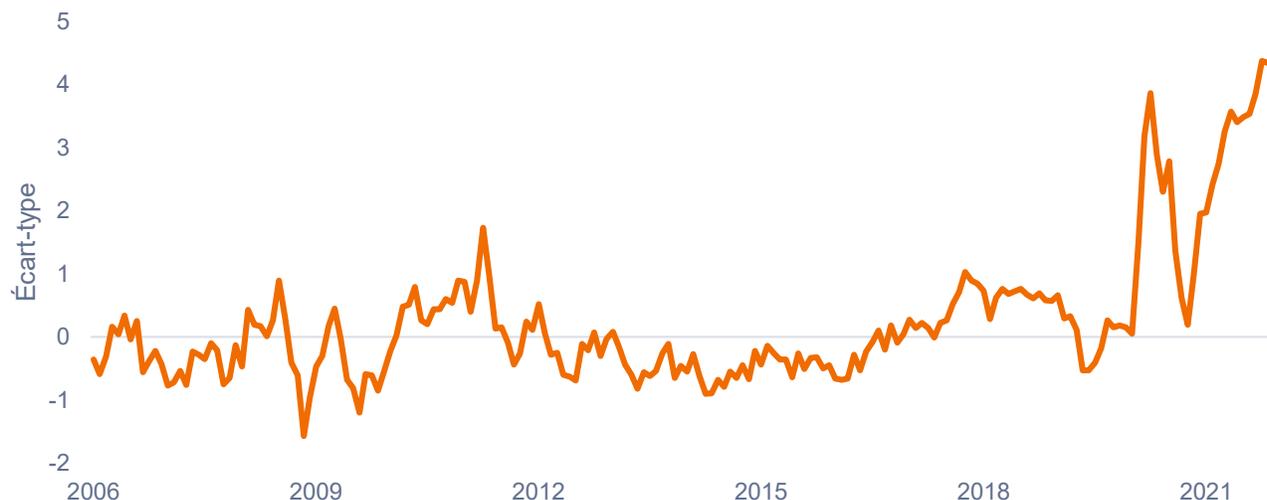
Le moral des consommateurs aux États-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro et en Chine se dégrade. Même si cette évolution tient en partie aux restrictions sanitaires, d'autres facteurs entrent en jeu, notamment la hausse du coût de la vie. L'année dernière, les ménages américains bénéficiaient encore des chèques de relance, qui sont aujourd'hui pratiquement tous dépensés. La part des dépenses publiques dans le PIB devrait diminuer lorsque les gouvernements chercheront à réfréner les emprunts. À l'heure actuelle, nous ne savons toujours pas si le projet de loi « Reconstruire en mieux » de l'administration Biden passera le cap du Sénat et si c'est le cas, ses ambitions seront bien moins élevées qu'initialement prévu. La reconstitution des stocks, qui a été un moteur clé de la croissance au quatrième trimestre 2021, pourrait être un frein au premier trimestre 2022. Au Royaume-Uni, l'impôt sur le revenu augmente. Combinés, ces facteurs, avec le conflit entre la Russie et l'Ukraine, pourraient atténuer en partie les effets positifs attendus de la levée des restrictions sanitaires.

Tensions sur les chaînes d'approvisionnement

Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement se sont apaisées, mais à un rythme très lent. Selon le Global Supply Chain Pressure Index, un nouvel indice lancé par la Fed de New York, les problèmes d'approvisionnement pourraient avoir atteint leur point culminant en fin d'année dernière. L'indice Baltic Dry, qui mesure les coûts du fret maritime de vrac sec, diminue, mais les indices Harper, qui mesurent les prix du fret en conteneurs, restent élevés. Dans la mesure où la menace de la pandémie reflue en Occident, mais reste préoccupante en Asie, les problèmes d'approvisionnement devraient persister. Le conflit Russie/Ukraine vient s'ajouter à l'incertitude. Ces deux pays jouent un rôle majeur sur les marchés de l'énergie, des métaux, des céréales et des engrais. Au-delà du choc immédiat provoqué par le conflit, le durcissement des sanctions à l'égard de la Russie ou la décision de Moscou de restreindre ses exportations pourraient créer de nouveaux défis.

Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement peuvent rapidement s'atténuer, comme ce fut le cas entre août et octobre 2020 au moment des premiers déconfinements (cf. Illustration 6), mais toute prolongation des perturbations signifie que l'apaisement des tensions pourrait être moins rapide à l'avenir. Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement alimentent l'inflation, mais les banques centrales devraient admettre que les taux d'intérêt sont un instrument inefficace pour gérer les coûts d'approvisionnement puisqu'ils n'agissent que sur la partie de l'équation qui concerne la demande.

Illustration 6 : Global Supply Chain Pressure Index de la Fed de New York



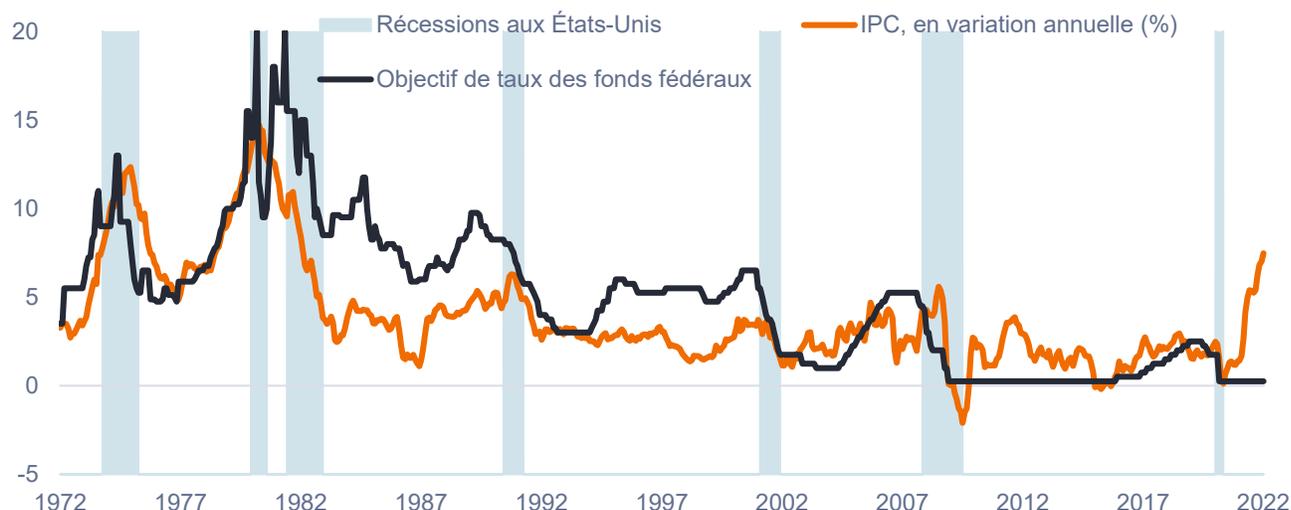
Source : Réserve fédérale de New York, Bloomberg, de janvier 2006 à décembre 2021.

Les perspectives générales de l'économie mondiale en 2022 semblent donc s'assombrir et c'est sans compter l'impact différé de la hausse des coûts de financement. Courons-nous un risque d'erreur politique ?

Déclenchement d'une récession ?

Les banques centrales ont avant tout cherché à laisser la reprise post-pandémie s'enraciner, même si cela impliquait de tolérer une inflation plus élevée. Le problème aujourd'hui, c'est que les banques centrales, qui sont en retard et qui ont éventuellement pêché par excès d'assouplissement, risquent de saboter la croissance en resserrant trop agressivement leur politique monétaire et de faire basculer l'économie dans la récession. L'incertitude entourant le conflit Russie/Ukraine rend l'exercice d'autant plus délicat. En l'état actuel des choses, alors que les craintes inflationnistes dominent, rien dans ce conflit, hormis un cas de force majeure, ne devrait dissuader les banques centrales des pays développés de resserrer leur politique monétaire. Comme le graphique ci-dessous le montre, le cocktail inflation/hausse des taux d'intérêt se termine généralement mal, même si l'économie peut croître sur une période prolongée dans ces conditions. Il serait inhabituel d'entrer en récession si peu de temps après la récession précédente, même si le début des années a été l'exception qui confirme la règle.

Illustration 7 : Inflation, taux et récessions aux États-Unis



Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, du 31 janvier 1972 au 31 janvier 2022. Les zones ombrées correspondent aux périodes de récession aux États-Unis telles que décrites par le National Bureau of Economic Research.

Les marchés redoutent un resserrement excessif de la Fed. L'aplatissement de la courbe des taux américaine, qui se caractérise par une hausse des taux à court terme alors que les taux à moyen et long terme restent relativement stables, voire baissent, indique que les marchés obligataires ne sont pas convaincus par la capacité de la Fed à atteindre son taux d'équilibre à long terme de 2,5 %. Selon nous, le taux neutre – le taux cohérent avec le plein-emploi, une croissance tendancielle et des prix stables (autrement dit, ni accommodant, ni restrictif) – est inférieur à 2,5 %, notamment en raison du poids croissant de la dette dans le système.

Aplatissement de la courbe des taux – pas partout

Nous avons tendance à adopter une vision américano-centrée du monde. Si la courbe des taux américaine s'est significativement aplatie, son homologue allemande n'a jamais été aussi pentue depuis trois ans. Ceci explique en partie pourquoi la BCE ne relèvera pas ses taux en 2022. Le resserrement (ou la réduction de l'assouplissement) au sein de la zone euro se fera avant tout par le biais de la réduction des achats d'actifs, même si le ralentissement de la croissance de la masse monétaire pourrait amener la BCE à différer la diminution de l'assouplissement quantitatif.

Illustration 8 : La courbe des taux se pentifie en Allemagne et s'aplatit aux États-Unis

Différentiel de spread entre les emprunts d'État à 2 ans et 10 ans



Source : Bloomberg, différentiel de spread entre les emprunts d'État à 2 ans et 10 ans, du 28 février 2017 au 28 février 2022.

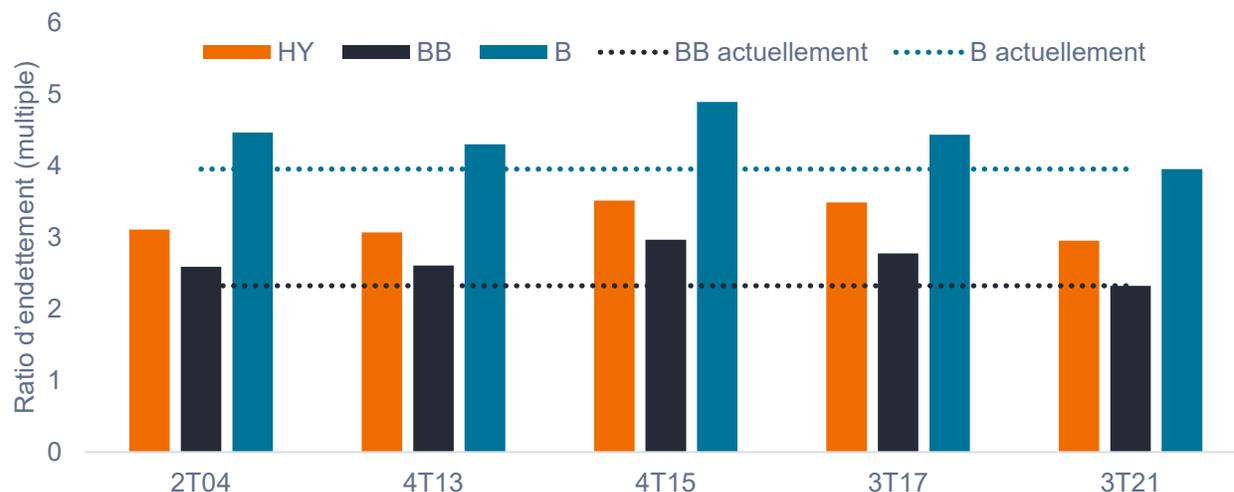
L'extrémité courte de la courbe des taux aux États-Unis commence donc à devenir attrayante, notamment si le ralentissement de la croissance et de l'inflation, le scénario que nous privilégions, incite la Fed à revoir le rythme du resserrement monétaire. Le compte-rendu de la séance du comité de politique monétaire de la Fed en décembre 2021 a également évoqué le fait que la réduction du bilan de la Fed (resserrement quantitatif) pourrait être utilisé en parallèle des variations des taux d'intérêt pour limiter l'aplatissement de la courbe des taux durant la phase de normalisation de la politique monétaire. La séance de mars devrait nous indiquer si et quand la réduction du bilan pourrait commencer, mais du moins pour l'instant, nous pensons que les décisions relatives au resserrement quantitatif américain restent relativement à l'abri du conflit Russie/Ukraine.

Perspectives du crédit

Les fondamentaux du crédit restent solides. Les résultats sont globalement excellents et les probabilités de défaut restent faibles. Pourtant, les spreads de crédit se sont élargis, reflet d'une perte de confiance dans la croissance future. Les résultats pourraient ne pas avoir atteint leur point culminant, mais la croissance bénéficiaire montre clairement des signes de ralentissement. Les orientations fournies par les entreprises sont moins optimistes que lors de la dernière saison des résultats trimestriels compte tenu des pressions croissantes sur les coûts. Les événements géopolitiques n'y sont pas étrangers, de même que la crainte que les banques centrales n'étouffent la croissance.

Les spreads de crédit européens se sont davantage élargis que leurs homologues américains³, ce qui reflète sans doute une incertitude accrue autour des implications du conflit Russie/Ukraine compte tenu des liens économiques plus étroits qui unissent l'Europe à la Russie et des difficultés correspondantes que les sanctions à l'encontre de la Russie poseront aux entreprises européennes. Point intéressant, en proportion du spread de départ, le récent élargissement des spreads de crédit a été relativement plus important sur le segment investment grade que dans le haut rendement.³ Cette évolution s'explique en partie par le bas niveau initial des spreads investment grade, mais aussi par la composition des marchés, le poids plus important du haut rendement dans l'énergie contribuant à diluer le résultat. Le haut rendement entame le cycle de resserrement actuel avec un endettement net historiquement bas (dette sous forme de multiple du résultat avant intérêts, impôts et amortissements). Mais attention, si les entreprises ne parviennent pas à répercuter la hausse des coûts, l'endettement net pourrait repartir à la hausse si les bénéfices diminuent.

Illustration 9 : L'endettement net des émetteurs *high yield* américains n'a jamais été aussi faible au début d'un récent cycle de resserrement



Source : Morgan Stanley Research, Bloomberg, S&P Capital IQ, 2T04 = hausse des taux, 4T13 = resserrement, 4T15 = hausse des taux, 3T17 = resserrement quantitatif, au 21 janvier 2022.

³Source : Bloomberg, indices ICE BofA US Corporate Index, ICE BofA Euro Corporate Index, ICE BofA US High Yield Index, ICE BofA Euro High Yield Index, Govt OAS, variations des spreads au cours des six mois précédant le 28 février 2022.

À court terme, les obligations à taux variable pourraient s'avérer plus intéressantes, mais les investisseurs doivent garder à l'esprit le fait qu'à plus long terme, la hausse des taux augmente le risque de crédit pour les entreprises ayant des niveaux de dette à taux variable élevés.

RÉSUMÉ

La tragédie du conflit Russie/Ukraine ne devrait pas significativement altérer la trajectoire politique des banques centrales. Les craintes inflationnistes continueront de dominer, garantissant la mise en œuvre effective des mesures de resserrement clairement annoncées ces derniers mois. Toutefois, nous estimons que le ralentissement de la croissance au fil de l'année incitera les banques centrales à mettre de l'eau dans leur vin.

- ▶ Les banques centrales sont en retard, mais risquent de mettre en péril l'économie si elles resserrent trop fort les rênes monétaires face au ralentissement de la croissance.
- ▶ Les risques géopolitiques tendent à se stabiliser rapidement et en dehors des pays et entreprises directement concernés, la prime de risque sur les actifs ne devrait pas durer.
- ▶ Nous estimons que des opportunités commencent à émerger au niveau des taux, notamment sur l'extrémité courte de la courbe américaine si nous avons vu juste dans notre évaluation de l'économie.
- ▶ L'élargissement des spreads de crédit crée des poches de valeur, mais la confirmation que les banques

INFORMATIONS IMPORTANTES

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 ne constitue une offre 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(e)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 de gestion sont fournis par les entités identifiées dans les juridictions suivantes en Europe : par Janus Capital International Limited (n° d'enregistrement 3594615), Henderson Global Investors Limited (n° d'enregistrement 906355), Henderson Investment Funds Limited (n° d'enregistrement 2678531), Henderson Equity Partners Limited (n° d'enregistrement 2606646), (tous enregistrés en Angleterre et au Pays de Galles au 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE et réglementés par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (n° d'enregistrement B22848 au 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementés par la Commission de Surveillance du Secteur Financier). Les appels téléphoniques sont susceptibles d'être enregistrés pour notre protection mutuelle, pour améliorer notre service client et à des fins de tenue de registre réglementaire.

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, 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.