

Perspectives

Par Mabrouk Chetouane & Nicolas Malagardis - Global Market Strategy, NIM Solutions

Avril 2022

Vues sur les classes d'actifs – vers une plus grande neutralité en réponse au déficit de visibilité

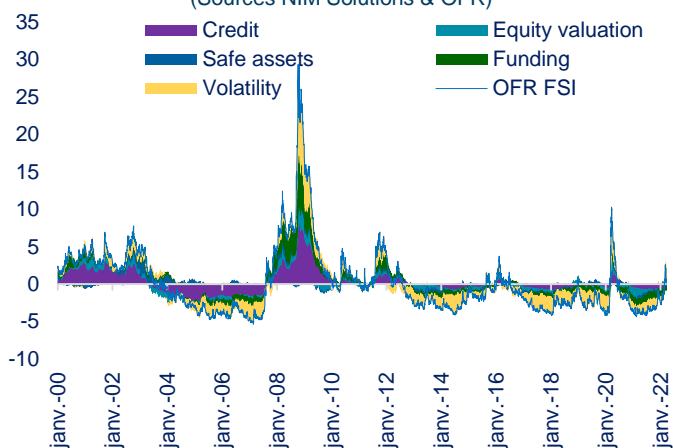
- Le monde connaît une inflation de tensions - sur les prix, sur les taux d'intérêt et sur le plan politique. De nouveaux équilibres aux répercussions anxiogènes s'installent.
- La multiplication des sources d'incertitudes alimente les doutes sur la capacité de croissance des économies et donc des résultats d'entreprises.
- Prise de profits et neutralisation des expositions sur les marchés actions. La sous-sensibilité est maintenue sur nos expositions aux dettes publiques comme privées.

Les principaux changements

Dislocation politique et résilience des marchés

L'écrasante victoire promise par le maître du Kremlin n'a pas eu lieu et le conflit ne trouvera pas d'issue rapide. L'enlèvement militaire et la dislocation des équilibres politiques a eu pour conséquence de dégrader la visibilité et la confiance des investisseurs. Les mesures synthétiques de stress se sont logiquement appréciées, poussées par l'augmentation de la volatilité constatée sur l'ensemble des classes d'actifs et sur l'ensemble des places financières. L'indice de stress financier, calculé par l'OFR (voir graphique ci-dessous) est entré en territoire positif, une première depuis la crise du Covid. Le climat anxiogène alimenté par les sanctions internationales et l'isolement croissant de la Russie du concert des nations raisonnent comme les prémisses d'une nouvelle guerre froide.

Fig1 : Indicateur synthétique de stress de marché
(Sources NIM Solutions & OFR)



Cette crise a par ailleurs mis en lumière les relations que la Chine entretient avec la Russie sur les plans économiques et militaires. Les propos tenus par le Président Xi seront d'autant plus scrutés que la tension entre les deux administrations à propos de Taiwan n'a pas quitté la scène diplomatique. L'autre conséquence collatérale de ce conflit est le retour de l'Iran et

du Venezuela sur les marchés de l'énergie. L'apport potentiel de centaines de milliers de barils/jour sur les marchés internationaux demeure théorique à ce stade compte tenu de l'état des infrastructures, conséquence directe de plusieurs années de désinvestissement. Ce contexte a favorisé le maintien des cours du pétrole à des niveaux élevés et a entretenu la volatilité de ces derniers, alimentant la situation de tensions généralisées. L'économie mondiale est désormais régie par de nouveaux équilibres politiques et énergétiques, sources de perturbations structurelles.

Une inflation menaçante

Dans le sillage des cours du pétrole, les prix des autres énergies (gaz, charbon et électricité) ainsi que ceux des autres matières premières se sont envolés. Le prix des métaux et le prix des denrées agricoles atteignent des points hauts, dépassant les points observés en 2010¹. Cette inflation du prix des matières premières a pour conséquence de soutenir les prix à la consommation. En dehors de la Chine, l'inflation totale, comme celle purgée des composantes volatiles, progresse de manière continue quelle que soit la zone économique. En zone euro, le glissement annuel de l'IPCH a atteint 7,9% en mars (estimation préliminaire) soit un niveau inobservé depuis plus de 30 ans. La composante énergie est le principal facteur de soutien de cette inflation. Nous estimons que deux-tiers de la hausse de l'indice des prix au mois de mars provient de la composante énergie. De l'autre côté de l'Atlantique, ce chiffre tombe à un tiers où la croissance des prix est essentiellement imputable à la sphère non-énergétique. Toutefois, quelle que soit la source de cette inflation, nous estimons que celle-ci restera élevée tout au long de l'année 2022 induisant une réaction de politique monétaire (voir section sur le marché obligataire) ainsi qu'un tassement de nos attentes en matière d'activité économique.

Un momentum de croissance qui s'affaiblit

La dégradation du climat de confiance et la ponction que subissent les revenus des ménages et des entreprises a pour conséquence d'affaiblir le *momentum* de croissance des

¹L'Ukraine et la Russie totalisent à eux seuls 20% des exportations mondiales de blé.

principales économies. Nos projections d'activité ont été révisées à la baisse aussi bien aux Etats-Unis qu'en zone euro. Nous estimons désormais que le PIB américain devrait progresser de +3.0%; celui de la zone euro de +2.4% (soit -0.4pp et -0.6pp par rapport à nos projections de février). Nous maintenons dans les deux cas un niveau d'activité supérieur à leur niveau potentiel et nous ne souscrivons pas au scénario de récession. Notons toutefois que de nombreuses économies sont exposées à des pressions stagflationnistes.

Pas d'attrait pour le marché obligataire

La solidité du momentum de croissance américain, confirmée par les derniers indicateurs économiques publiés, a conduit les membres du FOMC à durcir le ton en matière de politique monétaire. Les anticipations de marché quant au nombre de hausses de taux pour 2022 ont également été réévaluées. Les investisseurs estiment que la Fed pourrait relever son taux directeur à 10 reprises en 2022 (contre 8 d'après le « dot plots »). Le compte rendu de la dernière réunion du FOMC a révélé que plusieurs gouverneurs s'étaient exprimés en faveur d'une hausse de 50 pb dès le mois de mars. Mais « à la lumière de la plus grande incertitude à court terme associée à la guerre en Ukraine », il a été décidé « qu'une hausse de 25 pb serait plus appropriée ». En outre, la publication du point d'inflation du mois de mars, en hausse par rapport à celui de février, devrait conduire les membres du FOMC à accélérer le rythme de normalisation de la politique monétaire afin que les anticipations d'inflation ne s'ancrent pas à un niveau que la Fed pourrait juger inapproprié. Les acteurs du marché considèrent désormais comme très probable le scénario de deux hausses consécutives de 50 pb du taux des Fed Funds lors des deux prochains comités de politique monétaire.

Les minutes ont également indiqué que la Fed entamerait la réduction de la taille de son bilan (Quantitative Tightening) dès le mois de mai. Pour ce faire, la Fed projette de réduire par tranche de 60 Mld \$ par mois sa détention d'obligations d'Etat et par tranche de 35 Mld \$ les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS). Notons que lors de son précédent cycle de resserrement monétaire (2018), le rythme d'ajustement du bilan avait atteint 50 Mld \$.

"niveau plus approprié", estimé à 6000 Mld \$, soit une réduction de près de 30% de sa taille actuelle. Il convient de noter qu'une grande quantité de bons du Trésor arrive à échéance entre 2022 et 2024, ce qui laisse penser que la vente directe de titres ne sera pas nécessaire. Bien qu'il soit délicat d'inférer l'impact du rétrécissement du bilan sur la courbe des taux, nous estimons que l'absence de cessions de titres devrait limiter la pression haussière des taux.

Au cours du second semestre, l'impact de l'inflation sur l'activité deviendra vraisemblablement plus visible conduisant la Fed à réévaluer l'orientation de sa politique monétaire. Les décisions de la Fed, quant à la suite à donner au resserrement monétaire, seront notamment fonction de la dynamique des salaires. Le dernier rapport sur l'emploi faisait état d'un taux de chômage à 3.6% et d'un taux d'activité toujours en repli par rapport à son niveau pré-crise. Ce contexte est propice à la manifestation d'un effet Phillips susceptible de consolider une boucle prix-salaires. Un tel scénario conforterait alors la Fed dans la poursuite de son resserrement monétaire, voire son accentuation, via la mobilisation de l'ensemble des outils à sa disposition. A l'inverse, dans le cadre d'une perte chronique de pouvoir d'achat des ménages américains, la Fed pourrait être amenée à reconsidérer le rythme du durcissement de sa politique monétaire, ce que nous estimons probable.

Le conflit qui se déroule en Europe aura inmanquablement des répercussions négatives à la fois sur l'activité et sur la trajectoire des prix. Ce choc exogène pourrait conduire la BCE à revoir son calendrier de normalisation monétaire qui consiste à revenir à un taux de facilité de dépôt voisin de 0% contre -0.50%. Le consensus anticipe une remontée du taux de dépôt au 3^{ème} trimestre. Or, compte tenu de l'origine de l'inflation européenne (énergétique et donc importée pour près de 63%) et compte tenu de l'exposition du PIB européen à la question énergétique² (9.1% pour la zone euro et 4.4% pour les Etats-Unis), nous jugeons que les effets d'une action de la BCE seraient infructueux. C. Lagarde indiquait qu'un ajustement prématuré de la politique monétaire aurait un effet « contre-productif » sur l'activité et marginal sur l'inflation pour les raisons évoquées ci-dessus.

Fig2: Détention de bons du Trésor par la Fed arrivant à échéance en 2025 (Calculs de NIM Solutions et Fed de NY)

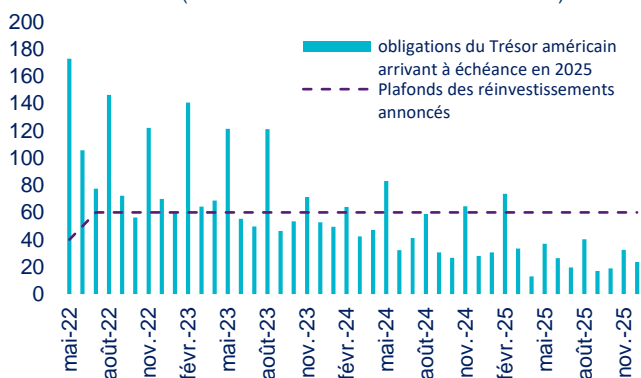
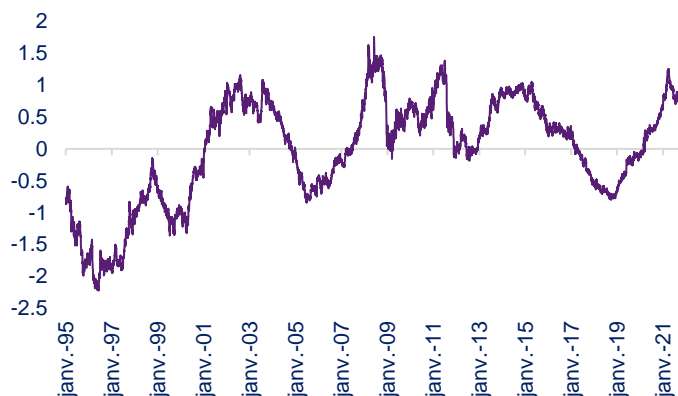


Fig3: Ecart de pente (10 ans – 2 ans) entre la zone euro et les USA (Calculs de NIM Solutions & Refinitiv)



J. Powell a indiqué que la diminution de la taille du bilan de la Fed s'étalerait sur une période de trois ans pour atteindre un

² BlackRock Investment Institute et BP Statistical Review of World Energy - 2021

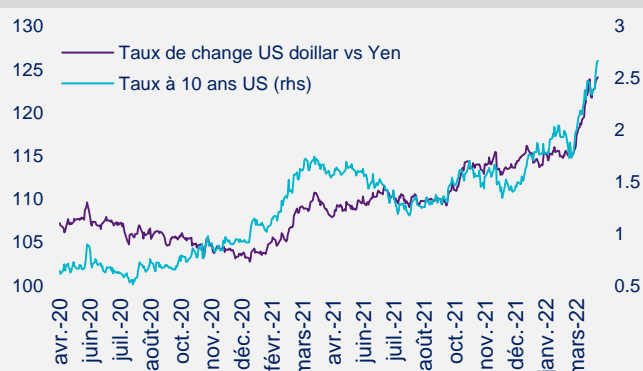
On observe également un écart significatif entre les courbes des taux américaine et européenne. Cette différence, qui se situe à des niveaux historiquement bas, devrait commencer à se normaliser (voir figure 3) pour deux raisons: la plus grande visibilité quant à la trajectoire de la politique monétaire aux États-Unis et la certitude d'une dégradation des perspectives de croissance de la zone euro. Nous estimons en effet que la courbe des taux américaine est anormalement plate alors que la courbe des taux européenne est excessivement pentue.

La prise en compte du contexte économique et de marché, nous conduit à conserver notre vue sur les marchés obligataires. Le momentum d'activité aux Etats-Unis demeure solide et justifie plusieurs hausses de taux de la FED à brève échéance et la réduction de son bilan dès le mois de mai. Bien que la BCE ne dispose pas des mêmes marges de manœuvre par rapport à la FED, la décision de stopper tout achat d'actifs à compter de mai et l'effet de traction qu'exercent les taux d'intérêt américains continueront de pousser les taux européens à la hausse (le Schatz est en territoire positif). Nous avons maintenu notre sous-pondération vis-à-vis de la dette d'entreprise, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. Bien que les taux de défaut restent très faibles, nous estimons que les risques sont orientés à la hausse en raison de la pression continue sur les marges des entreprises expliquée par la hausse des coûts des intrants. Nous comptons sur la matérialisation de points d'entrées notamment en zone euro afin de reconsidérer notre exposition sur le crédit. Nous n'excluons pas une reconduction, certes amoindrie mais possible, du CSPP dont la fin est programmée pour mai. Enfin, nous maintenons et renforçons notre exposition sur les breakeven d'inflation américains pour deux raisons : maintenir un portefeuille diversifié et se prémunir contre le pic d'inflation qui est attendu au second trimestre.

Le contrôle de la courbe des taux par temps d'inflation

Dans un contexte caractérisé par une réduction du stimulus monétaire, la BoJ s'est retrouvée à contre-courant en maintenant son instrument de contrôle de la courbe des taux. Depuis septembre 2016, la BoJ pilote explicitement le rendement des JGB à 10 ans, autour de 0%, pour stimuler l'inflation. En raison du maintien des rendements domestiques artificiellement bas, les capitaux japonais se sont portés vers l'étranger, dont la majorité vers les bons du Trésor américain à la recherche de rendement positif.

Fig4: Taux à 10 et USA et parité Yen/dollar
(Calculs de NIM Solutions & Refinitiv)

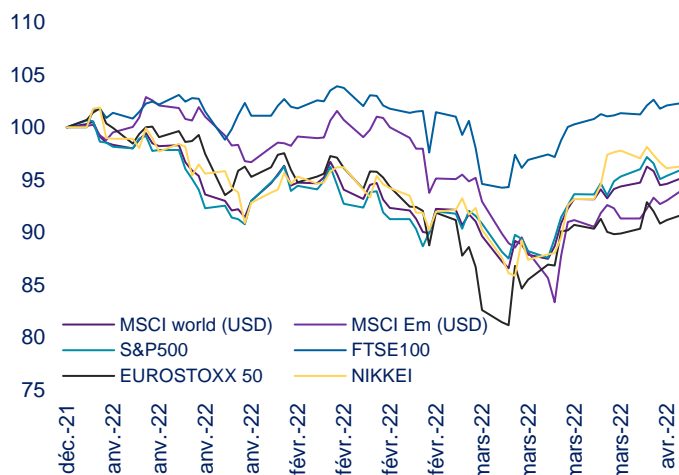


Or, la remontée des taux de rendement des obligations d'Etat, notamment aux Etats-Unis, a contraint la BoJ à intervenir en achetant de manière illimitée des JGB à 10 ans afin d'éviter que le taux à 10 ans ne franchisse le seuil de 0.25%. Ceci a conduit à un affaiblissement substantiel du yen, qui a cédé près de 7% par rapport au dollar américain au cours du mois de mars. En dépit de l'absence d'inflation au cours de ces deux dernières décennies, l'économie japonaise est exposée à la flambée du prix des matières premières. L'indice des prix de production renoue avec ses points hauts observés en 1981. Par ailleurs, le Premier Ministre s'est engagé à maintenir le stimulus budgétaire et exhorte le secteur privé à augmenter les salaires, ce qui devrait maintenir une pression haussière sur les prix, compliquant ainsi la tâche de la BoJ qui s'efforce de piloter la courbe des taux.

Vers la neutralité des poches actions

Les marchés d'actions ont été les premières victimes du déficit de visibilité déclenché par la multiplication des sources de tension. Les cours boursiers se sont nettement repliés pour atteindre un point bas le 8 mars dernier, date à laquelle la tension sur le plan diplomatique et militaire a été la plus forte. L'Europe cédait alors près de 18% alors que le S&P500 reculait de 12.5% par rapport à leurs niveaux de début d'année. Les seules zones à avoir résisté à cette forte baisse sont celles où les secteurs de l'énergie et des ressources de bases sont particulièrement représentés, à l'instar du FTSE 100 au Royaume-Uni ou du Bovespa au Brésil. Sans surprise, et arrêté à fin mars le secteur énergétique a enregistré une performance de +30% (MSCI World Energy – en dollar) depuis le début de l'année.

Fig 5: Performances boursières (ytd)
(Calculs de NIM Solutions & Refinitiv)



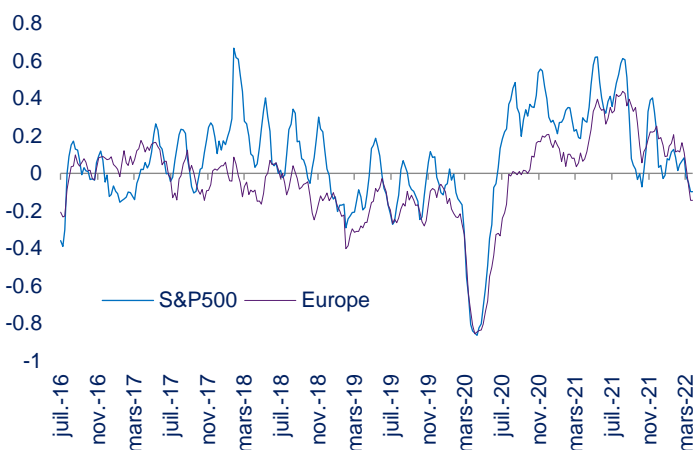
En dépit de ce nouveau décorum, caractérisé par une succession de crises profondes (Covid puis guerre aux frontières de l'Europe), les marchés se sont rapidement accoutumés à ce nouvel environnement. Les indices des principales places financières ont effacé une grande partie de leurs pertes, en phase avec le repli substantiel des mesures de volatilité implicite des marchés (voir figure 5). Ce regain de confiance, également visible sur le terrain de la volatilité

implicite qui a retrouvé ses niveaux pré-crise ukrainienne, ne doit cependant pas faire oublier l'orientation des fondamentaux macroéconomiques et microéconomiques.

En premier lieu, cette nouvelle donne politique et ses conséquences en termes inflationnistes nous ont conduits à réviser nos projections d'activité quelle que soit la zone considérée (voir section précédente). Le choc de confiance et la dépréciation du pouvoir d'achat des ménages devraient affecter deux des principales composantes de la demande interne, autrement dit l'investissement des entreprises et la consommation des ménages. La croissance escomptée de l'activité à l'échelle globale s'en retrouve logiquement amoindrie.

En dépit d'une détérioration du cadre macroéconomique, le consensus³ maintient une progression des bénéfices des entreprises sur les 12 prochains mois de l'ordre de 9.9% aux Etats-Unis et de 10% en zone euro. Nous estimons que ces attentes à l'échelle microéconomique ne coïncident pas avec la réalité du momentum de croissance. Fait aggravant, les prix de production, qui ont cru plus rapidement que les prix à la consommation aux Etats-Unis comme en zone euro, exercent une pression négative sur les marges des entreprises et *in fine* sur les bénéfices attendus. La dissonance des attentes (microéconomique vs macroéconomique) nous incite à la vigilance notamment à l'approche de la saison des résultats. Nous nous attendons à une révision significative des perspectives de croissance bénéficiaire des entreprises pour l'année 2022 et qui a par ailleurs déjà commencé aussi bien aux Etats-Unis qu'en zone euro (voir figure 6).

Fig6: Révisions bénéficiaires nettes aux Etats-Unis et en Europe (Calculs de NIM Solutions & Refinitiv)



La baisse limitée des cours boursiers et l'absence d'ajustement des bénéfices projetés nous amène à la première conclusion que les valorisations ne se sont donc que modestement ajustées, au regard des changements indiqués, en particulier aux Etats-Unis. Ces niveaux de valorisation ne tiennent que partiellement compte du nouveau cadre monétaire défini par les banques centrales. Par rapport au mois de février, les taux d'intérêt ont en moyenne progressé de 50 pb aux Etats-Unis comme en zone euro; l'appréciation

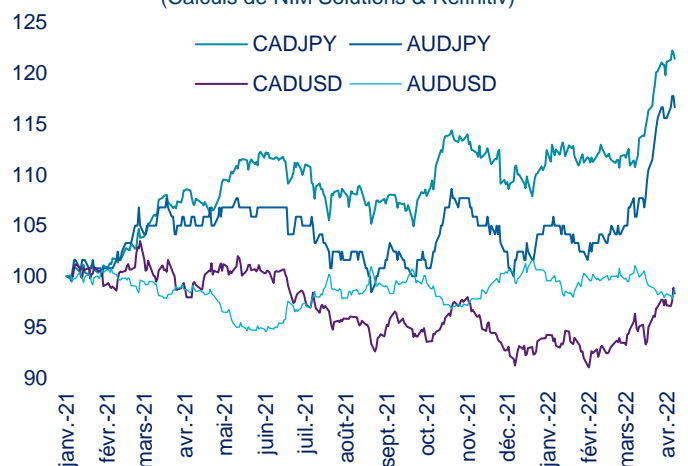
des taux d'intérêt devrait se poursuivre. Toutes choses égales par ailleurs, l'élévation des taux d'intérêt amoindrirait l'attractivité relative du marché actions. En dépit de valorisations élevées et de perspectives qui restent poussives, le marché actions demeure celui où le risque reste rémunéré.

Et l'absence d'alternatives en provenance du monde obligataire implique que nous restons neutres en termes d'exposition par rapport à notre indice de référence. Nous réduisons notre exposition vis-à-vis de la zone euro et maintenons notre surexposition relative vis-à-vis du Royaume-Uni.

Marchés des changes

Le dollar américain devrait se maintenir sur des niveaux élevés notamment vis à vis de l'euro. L'écart de trajectoire en matière de politique monétaire entre les deux zones et le statut de valeur refuge du billet vert constituent deux facteurs justifiant cette vue. La guerre en Ukraine et la réduction de visibilité qu'elle engendre affaiblissent de fait la devise européenne. Un autre facteur d'affaiblissement est à chercher en France avec la course à l'Elysée. L'incertitude croissante quant à l'issue finale du scrutin est de nature à peser sur la devise européenne. Le yen devrait rester sous pression en raison de l'action de la banque centrale qui contrôle artificiellement les taux d'intérêt malgré les pressions inflationnistes croissantes. Notons également que le Japon importe près de 90% de son énergie et qu'il est le second importateur mondial de GNL. La forte dépendance aux matières premières est également à l'origine de la dépréciation du yen.

Fig7: Devises énergétiques vs dollar et Yen/dollar (Calculs de NIM Solutions & Refinitiv)



Enfin, nous estimons que les devises des marchés émergents liées aux matières premières resteront soutenues dans le contexte actuel et malgré un dollar américain fort.

³ Source I/B/E/S et Refinitiv

Vues sur les classes d'actifs

	Classes d'actifs	Vues Tactiques	Commentaires
Marchés développés	Appréciation globale	0	
	EMU	-1	Nous conservons une sous-pondération modérée (-1) compte tenu de la détérioration du contexte international qui a affaibli les perspectives économiques en l'Europe. Les possibles révisions à la baisse des projections de résultats des entreprises est un second facteur qui justifie ce positionnement.
	Europe ex-EMU	0	Nous maintenons un positionnement neutre (0) pour deux raisons. L'Europe ex-EMU devrait continuer de bénéficier des prix élevés de l'énergie et elle présente une source de diversification pour les investisseurs exposés à l'Europe.
	North America	-1 0	Nous revenons vers la neutralité (0) afin de neutraliser la sous-pondération de notre portefeuille, qui a pesé sur la performance suite au rebond observé au cours de la seconde quinzaine de mars. Le resserrement de la politique monétaire (taux + QT), devrait toutefois amoindrir le potentiel de hausse des actifs risqués à court terme.
	Japan	0	Nous maintenons une position neutre (0) en raison du potentiel de diversification que le Japon peut apporter (exposition commerciale limitée à la Russie et mesures de relance budgétaire supplémentaires).
Actions EM	Appréciation globale	-1	
	Emerging Asia	-1	Nous maintenons notre sous-pondération modérée (-1) étant donné l'absence d'amélioration notable en Chine sur le front sanitaire et du maintien de la politique zéro covid qui détériorent les perspectives de croissance.
	Latam	0	Nous maintenons une position neutre (0) en raison de la forte exposition de la zone au facteur matière première. L'appréciation du dollar vient freiner toutefois le potentiel de hausse des places boursières de la région.
Dettes Publiques	Appréciation globale	-2	
	Euro	-2	Nous maintenons notre positionnement à la faveur d'une sous-pondération significative (-2) étant donné les risques globaux qui pèsent sur l'économie mondiale, le durcissement significatif de la politique monétaire américaine. Le risque de voir la Fed agir de manière plus agressive qu'escompté n'est pas exclu.
	US	-2 -1	Nous avons de nouveau abaissé notre position à sous-pondération forte (-2) étant donné que la dynamique économique reste suffisamment solide pour justifier plusieurs hausses de taux directeurs à court terme. En outre, la Fed devrait commencer en mai son apurement du bilan, et il est probable qu'elle soit agressive.
Dettes d'Entreprises	Appréciation globale	-2	
	Euro Credit	-2	Dans le sillage de la dette souveraine, nous avons maintenu notre forte sous-pondération (-2), car le déficit de visibilité pèse sur la liquidité du marché et devrait entraîner un élargissement des spreads de crédit.
	US Credit	-2	Nous avons conservé une forte sous-pondération (-2) en raison du resserrement des conditions financières qui est de nature à mettre sous la pression la classe d'actifs. En outre, les taux de défaut attendus observent une inflexion positive.
	EM Credit	-2	Nous gardons notre vue et la forte sous-pondération (-2) vis-à-vis du crédit EM. La vigueur du dollar américain, expliquée par le contexte incertain, est un facteur qui pèse sur la classe d'actifs.
Cash	Euro	2	Ce score, forte surpondération (+2), sur le cash est le résultat de notre sous-exposition sur de nombreuses classes d'actifs. Nous attendons des signes d'amélioration et des opportunités tactiques pour déployer ces liquidités.

This material has been provided for information purposes only to investment service providers or other Professional Clients, Qualified or Institutional Investors and, when required by local regulation, only at their written request. This material must not be used with Retail Investors. To obtain a summary of investor rights in the official language of your jurisdiction, please consult the legal documentation section of the website (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

In the E.U.: Provided by Natixis Investment Managers International or one of its branch offices listed below. Natixis Investment Managers International is a portfolio management company authorized by the Autorité des Marchés Financiers (French Financial Markets Authority - AMF) under no. GP 90-009, and a public limited company (société anonyme) registered in the Paris Trade and Companies Register under no. 329 450 738. Registered office: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris. Italy: Natixis Investment Managers International Succursale Italiana, Registered office: Via San Clemente 1, 20122 Milan, Italy. Netherlands: Natixis Investment Managers International, Netherlands (Registration number 000050438298). Registered office: Stadsplateau 7, 3521AZ Utrecht, the Netherlands. Sweden: Natixis Investment Managers International, Nordics Filial (Registration number 516412-8372- Swedish Companies Registration Office). Registered office: Kungsgatan 48 5tr, Stockholm 111 35, Sweden. Or,

Provided by Natixis Investment Managers S.A. or one of its branch offices listed below. Natixis Investment Managers S.A. is a Luxembourg management company that is authorized by the Commission de Surveillance du Secteur Financier and is incorporated under Luxembourg laws and registered under n. B 115843. Registered office of Natixis Investment Managers S.A.: 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg. Germany: Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland (Registration number: HRB 88541). Registered office: Senckenberganlage 21, 60325 Frankfurt am Main. Belgium: Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgium. Spain: Natixis Investment Managers, Sucursal en España, Serrano nº90, 6th Floor, 28006 Madrid, Spain.

In Switzerland: Provided for information purposes only by Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Geneva, Switzerland or its representative office in Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

In the British Isles: Provided by Natixis Investment Managers UK Limited which is authorised and regulated by the UK Financial Conduct Authority (register no. 190258) - registered office: Natixis Investment Managers UK Limited, One Carter Lane, London, EC4V 5ER. When permitted, the distribution of this material is intended to be made to persons as described as follows: in the United Kingdom: this material is intended to be communicated to and/or directed at investment professionals and professional investors only; in Ireland: this material is intended to be communicated to and/or directed at professional investors only; in Guernsey: this material is intended to be communicated to and/or directed at only financial services providers which hold a license from the Guernsey Financial Services Commission; in Jersey: this material is intended to be communicated to and/or directed at professional investors only; in the Isle of Man: this material is intended to be communicated to and/or directed at only financial services providers which hold a license from the Isle of Man Financial Services Authority or insurers authorised under section 8 of the Insurance Act 2008.

In the DIFC: Provided in and from the DIFC financial district by Natixis Investment Managers Middle East (DIFC Branch) which is regulated by the DFSA. Related financial products or services are only available to persons who have sufficient financial experience and understanding to participate in financial markets within the DIFC, and qualify as Professional Clients or Market Counterparties as defined by the DFSA. No other Person should act upon this material. Registered office: Unit L10-02, Level 10, ICD Brookfield Place, DIFC, PO Box 506752, Dubai, United Arab Emirates

In Japan: Provided by Natixis Investment Managers Japan Co., Ltd. Registration No.: Director-General of the Kanto Local Financial Bureau (kinsho) No.425. Content of Business: The Company conducts investment management business, investment advisory and agency business and Type II Financial Instruments Business as a Financial Instruments Business Operator.

In Taiwan: Provided by Natixis Investment Managers Securities Investment Consulting (Taipei) Co., Ltd., a Securities Investment Consulting Enterprise regulated by the Financial Supervisory Commission of the R.O.C. Registered address: 34F., No. 68, Sec. 5, Zhongxiao East Road, Xinyi Dist., Taipei City 11065, Taiwan (R.O.C.), license number 2020 FSC SICE No. 025, Tel. +886 2 8789 2788.

In Singapore: Provided by Natixis Investment Managers Singapore Limited (company registration no. 199801044D) to distributors and qualified investors for information purpose only.

In Hong Kong: Provided by Natixis Investment Managers Hong Kong Limited to professional investors for information purpose only.

In Australia: Provided by Natixis Investment Managers Australia Pty Limited (ABN 60 088 786 289) (AFSL No. 246830) and is intended for the general information of financial advisers and wholesale clients only.

In New Zealand: This document is intended for the general information of New Zealand wholesale investors only and does not constitute financial advice. This is not a regulated offer for the purposes of the Financial Markets Conduct Act 2013 (FMCA) and is only available to New Zealand investors who have certified that they meet the requirements in the FMCA for wholesale investors. Natixis Investment Managers Australia Pty Limited is not a registered financial service provider in New Zealand.

In Colombia: Provided by Natixis Investment Managers International Oficina de Representación (Colombia) to professional clients for informational purposes only as permitted under Decree 2555 of 2010. Any products, services or investments referred to herein are rendered exclusively outside of Colombia. This material does not constitute a public offering in Colombia and is addressed to less than 100 specifically identified investors.

In Latin America: Provided by Natixis Investment Managers International.

In Uruguay: Provided by Natixis Investment Managers Uruguay S.A., a duly registered investment advisor, authorised and supervised by the Central Bank of Uruguay. Office: San Lucar 1491, Montevideo, Uruguay, CP 11500. The sale or offer of any units of a fund qualifies as a private placement pursuant to section 2 of Uruguayan law 18,627.

In Mexico: Provided by Natixis IM Mexico, S. de R.L. de C.V., which is not a regulated financial entity, securities intermediary, or an investment manager in terms of the Mexican Securities Market Law (Ley del Mercado de Valores) and is not registered with the Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) or any other Mexican authority. Any products, services or investments referred to herein that require authorization or license are rendered exclusively outside of Mexico. While shares of certain ETFs may be listed in the Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC), such listing does not represent a public offering of securities in Mexico, and therefore the accuracy of this information has not been confirmed by the CNBV. Natixis Investment Managers is an entity organized under the laws of France and is not authorized by or registered with the CNBV or any other Mexican authority. Any reference contained herein to "Investment Managers" is made to Natixis Investment Managers and/or any of its investment management subsidiaries, which are also not authorized by or registered with the CNBV or any other Mexican authority.

In Brazil: Provided to a specific identified investment professional for information purposes only by Natixis Investment Managers International. This communication cannot be distributed other than to the identified addressee. Further, this communication should not be construed as a public offer of any securities or any related financial instruments. Natixis Investment Managers International is a portfolio management company authorized by the Autorité des Marchés Financiers (French Financial Markets Authority - AMF) under no. GP 90-009, and a public limited company (société anonyme) registered in the Paris Trade and Companies Register under no. 329 450 738. Registered office: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

In the United States: Provided by Natixis Distribution, LLC 888 Boylston St. Boston, MA 02199. Natixis Investment Managers includes all of the investment management and distribution entities affiliated with Natixis Distribution, LLC and Natixis Investment Managers S.A.

This material should not be considered a solicitation to buy or an offer to sell any product or service to any person in any jurisdiction where such activity would be unlawful. The above referenced entities are business development units of Natixis Investment Managers, the holding company of a diverse line-up of specialised investment management and distribution entities worldwide. The investment management subsidiaries of Natixis Investment Managers conduct any regulated activities only in and from the jurisdictions in which they are licensed or authorized. Their services and the products they manage are not available to all investors in all jurisdictions. It is the responsibility of each investment service provider to ensure that the offering or sale of fund shares or third-party investment services to its clients complies with the relevant national law.

The provision of this material and/or reference to specific securities, sectors, or markets within this material does not constitute investment advice, or a recommendation or an offer to buy or to sell any security, or an offer of any regulated financial activity. Investors should consider the investment objectives, risks and expenses of any investment carefully before investing. The analyses, opinions, and certain of the investment themes and processes referenced herein represent the views of the portfolio manager(s) as of the date indicated. These, as well as the portfolio holdings and characteristics shown, are subject to change. There can be no assurance that developments will transpire as may be forecasted in this material. The analyses and opinions expressed by external third parties are independent and does not necessarily reflect those of Natixis Investment Managers. Past performance information presented is not indicative of future performance.

Although Natixis Investment Managers believes the information provided in this material to be reliable, including that from third party sources, it does not guarantee the accuracy, adequacy, or completeness of such information. This material may not be distributed, published, or reproduced, in whole or in part. All amounts shown are expressed in USD unless otherwise indicated.

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

RCS Paris 453 952 681 - Capital : € 237 087 487 €
43, Avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris
www.im.natixis.com

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS INTERNATIONAL

Limited company with a share capital of 94 127 658,48 euros
Trade register n° 329 450 738 Paris Authorized by the Autorité des Marchés Financiers (French Financial Markets Authority - AMF) under no. GP 90-009.
Registered office: 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris
www.im.natixis.com